

# Fairness Opinion GAM

**Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des öffentlichen  
Übernahmeangebots durch Liontrust Asset Management Plc für die  
ausstehenden Aktien der GAM Holding AG**

Zürich, 12. Juni 2023

# Fairness Opinion GAM

## Inhalt

<b>1</b>	Einleitung	Seite 3
<b>2</b>	Unternehmensbeschreibung und Marktanalyse	Seite 7
<b>3</b>	Bewertung	Seite 24
<b>4</b>	Beurteilung	Seite 42
<b>5</b>	Anhang	Seite 45

# Fairness Opinion GAM

## I Einleitung

I.1	Ausgangslage	Seite 4
I.2	Unser Auftrag	Seite 5
I.3	Vorgehen	Seite 6
I.4	Quellen	Seite 6

# I Einleitung

## I.1 Ausgangslage



GAM ist ein internationales, aktives Asset-Management-Unternehmen, das Investment Management sowie Fund Management Services anbietet und ist an der SIX Swiss Exchange kotiert

Liontrust bietet 0.0589 Liontrust-Aktien für eine GAM-Aktie

Die GAM Holding AG («GAM» oder «das Unternehmen») ist eine Asset-Management-Gesellschaft, die Investment Management (inklusive Wealth Management) und Fund Management Services anbietet. Innerhalb dieser Bereiche offeriert GAM aktive Anlagelösungen und Fonds-Management für Institutionen, Finanzintermediäre und Privatanleger. Zu den Anlageklassen des Unternehmens gehören Anleihen, Aktien, Multi-Asset-Anlagen sowie alternative Anlagen.

Der Hauptsitz des Unternehmens befindet sich in Zürich, Schweiz. GAM ist in 14 Ländern weltweit vertreten und beschäftigt über 580 Mitarbeitende<sup>1</sup>. Im Geschäftsjahr («GJ») 2022 beliefen sich die verwalteten Vermögen (Assets under Management, «AuM») des Unternehmens auf Gruppenebene auf CHF 85.4 Mrd. (durchschnittliche AuM). Gemäss der konsolidierten Erfolgsrechnung von GAM resultierte im GJ 2022 ein Nettoverlust von CHF 290.0 Mio.

GAM wurde 2009 als eigenständiges Unternehmen gegründet, nachdem die Julius Bär Group AG («Julius Bär»), eine führende Schweizer Privatbank, ihr Private-Banking- und aktives Asset-Management-Geschäft in zwei unabhängige kotierte Gesellschaften aufgeteilt hatte. Seit dem 1. Oktober 2009 sind die Aktien von GAM an der SIX Swiss Exchange («SIX») kotiert. Per 3. Mai 2023 wies GAM eine Marktkapitalisierung von CHF 125.1 Mio. auf.<sup>2</sup> Das Aktienkapital von GAM besteht aus 159'682'531 Namenaktien mit einem Nennwert von je CHF 0.05 («Aktien»)<sup>3</sup>.

Am 4. Mai 2023 gab Liontrust Asset Management Plc («Liontrust» oder «die Anbieterin») bekannt, eine Transaktionsvereinbarung mit GAM abgeschlossen zu haben, um alle sich im Publikum befindenden Namenaktien von GAM durch ein freiwilliges öffentliches Umtauschangebot («das Angebot») zu erwerben. Am selben Tag veröffentlichte die Anbieterin eine Vorankündigung des Angebots. Liontrust bietet den GAM-Aktionären 0.0589 Liontrust-Aktien für eine GAM-Aktie an (das «Umtauschverhältnis»).

Basierend auf dem volumengewichteten Durchschnittskurs (Volume-weighted average price, «VWAP») der letzten 60 Handelstage der Liontrust-Aktie am letzten Handelstag vor der Veröffentlichung der Vorankündigung (GBP 10.19 per 3. Mai 2023) und dem durchschnittlichen Wechselkurs von 1.1197 über die letzten 60 Handelstage entspricht das angebotene Umtauschverhältnis einem impliziten Angebotspreis von CHF 0.6723 pro GAM-Aktie.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> Durchschnittlicher Personalbestand (Vollzeitäquivalente) im GJ 2022: 583, gemäss Geschäftsbericht 2022 von GAM, S. 210.

<sup>2</sup> Quelle: Refinitiv Eikon.

<sup>3</sup> Quelle: GAM.

<sup>4</sup> Quelle: Bloomberg.

## I.2 Unser Auftrag

Die vorliegende Fairness Opinion umfasst eine unabhängige Bewertungsanalyse von GAM

IFBC ist eine unabhängige Corporate-Finance-Beraterin und erhält keine Entschädigung in Abhängigkeit der Bewertungsergebnisse sowie des Transaktionserfolgs

Der Bewertungsstichtag ist der 3. Mai 2023

IFBC AG («IFBC») wurde vom Verwaltungsrat («VR») von GAM beauftragt, eine unabhängige Fairness Opinion bezüglich der finanziellen Angemessenheit des impliziten Angebotspreises zu erstellen.

Dieser Bericht wurde ausschliesslich zur Unterstützung des VR von GAM bei der Beurteilung des Angebots erstellt. Er darf lediglich für die finanzielle Bewertung des Angebots durch den VR von GAM genutzt werden. Die Verwendung für einen anderen Zweck ist ausgeschlossen. Insbesondere stellt die Fairness Opinion keine Empfehlung an die Aktionäre dar, das Angebot anzunehmen oder abzulehnen.

IFBC erstellte diese Fairness Opinion als unabhängige Corporate-Finance-Beraterin und wird dafür mit einem marktüblichen Honorar entschädigt. IFBC erhält keine Entschädigungen, welche von den Aussagen im Bericht oder vom Erfolg der Transaktion abhängig sind. IFBC bestätigt, dass sie als Bewerterin im Sinne von Art. 30 Abs. 6 UEV für die Erstellung einer Fairness Opinion besonders befähigt und von der Anbieterin sowie der Zielgesellschaft sowie den mit diesen in gemeinsamer Absprache handelnden Personen unabhängig ist.

Bei der Erstellung der Fairness Opinion hat IFBC die Korrektheit und Vollständigkeit der vom Management von GAM zur Verfügung gestellten Informationen vorausgesetzt. Weiter gehen wir davon aus, dass die erhaltenen Informationen fachgerecht und nach bestem Wissen aufbereitet wurden und damit der besten aktuell verfügbaren Einschätzung seitens des Managements von GAM entsprechen. Die Verantwortung von IFBC beschränkt sich auf die sorgfältige und fachgerechte Beurteilung und Plausibilisierung der zur Verfügung gestellten Informationen und Berechnungen. IFBC hat insbesondere weder eine aktienrechtliche Revision noch eine Due Diligence durchgeführt.

Die Ergebnisse unserer unabhängigen Bewertungsanalyse wurden dem VR von GAM am 3. Mai 2023 vorgelegt, am Abend vor der Vorankündigung des Angebots von Liontrust am 4. Mai 2023. Die Bewertung basiert auf dem vom VR am 3. März 2023 genehmigten Businessplan. Das Management hat zudem bestätigt, dass zwischen diesem Zeitpunkt und der Veröffentlichung der Fairness Opinion keine wesentlichen Ereignisse und Transaktionen stattgefunden haben, die den Businessplan für das GJ 2023 sowie darüber hinaus beeinflussen würden. Sowohl der Aktienkurs der Liontrust-Aktie als auch der GBP/CHF-Wechselkurs können sich zwischen dem Datum der Vorankündigung und dem tatsächlichen Umtausch ändern. Diese Änderungen haben Auswirkungen auf den impliziten Angebotspreis pro GAM-Aktie. Diese Fairness Opinion bezieht sich ausschliesslich auf den impliziten Angebotspreis von CHF 0.6723 pro GAM-Aktie gemäss der Vorankündigung per 4. Mai 2023.

## I.3 Vorgehen

Die Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Angebots durch Liontrust zuhanden der Aktionäre von GAM basiert auf Bewertungsüberlegungen von IFBC. Diese stützen sich auf die folgenden Analysen, die in diesem Bericht ausführlich beschrieben werden:

- Analysen der Geschäftstätigkeit des Unternehmens, seiner Produkte und Dienstleistungen sowie des Marktumfelds
- Bewertung des vom VR genehmigten Businessplans von GAM
- Bewertung des Unternehmens und Berechnung des Werts je Aktie basierend auf folgenden Bewertungsansätzen:
  - Dividend-Discount-Modell
  - Bewertung basierend auf Trading Multiples
  - Bewertung basierend auf Transaction Multiples
- Aktienkursanalyse sowie Analyse der Analystenerwartungen

Die Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Angebots von Liontrust zuhanden der Aktionäre von GAM erfolgt ohne Berücksichtigung der individuellen steuerlichen, rechtlichen oder anderen spezifischen Situation der einzelnen Investoren. Quantitative Aussagen über den Wert von GAM im Rahmen dieses Bewertungsberichts sind daher nur aus der Perspektive aller Aktionäre möglich. In Übereinstimmung mit der Best Practice wurden die Bewertungsanalysen in dieser Fairness Opinion auf einer Stand-alone-Basis durchgeführt. Allfällige Vorteile im Zusammenhang mit dem Umtausch von GAM-Aktien in Liontrust-Aktien sind nicht berücksichtigt.

## I.4 Quellen

Die Bewertung basiert unter anderem auf der Analyse folgender Quellen:

- Testierte Geschäftsberichte von GAM (konsolidiert)
- Businessplan von GAM, der vom VR am 3. März 2023 genehmigt wurde
- Kapitalmarkt- und Finanzdaten ausgewählter Vergleichsunternehmen (Datenquelle: Refinitiv Eikon)
- Daten ausgewählter Transaktionen basierend auf öffentlich verfügbaren Informationen (Datenquelle: Refinitiv Eikon)
- Sonstige öffentlich zugängliche Informationen
- Besprechungen mit dem Management

## Fairness Opinion GAM

## **2 Unternehmensbeschreibung und Marktanalyse**

<b>2.1</b>	Überblick zu GAM	Seite 8
<b>2.2</b>	Geschäftsmodell von GAM	Seite 9
<b>2.3</b>	Historische Finanzkennzahlen von GAM	Seite 15
<b>2.4</b>	Marktanalyse	Seite 19

## 2 Unternehmensbeschreibung und Marktanalyse

### 2.1 Überblick zu GAM

GAM ist eine weltweit tätige Schweizer Asset-Management-Gesellschaft, die Investment Management sowie Fund Management Services anbietet.

GAM ist eine Schweizer Asset-Management-Gesellschaft mit Hauptsitz in Zürich, Schweiz, und wurde 1983 von Gilbert de Botton gegründet. Das Unternehmen bietet Dienstleistungen in den Bereichen Investment Management (inklusive Wealth Management) und Fund Management Services an. Innerhalb dieser Geschäftsbereiche offeriert GAM aktive Anlagelösungen und Fonds-Management für Institutionen, Finanzintermediäre und Privatanleger. Zu den Anlageklassen des Unternehmens gehören Anleihen, Aktien, Multi-Asset-Anlagen sowie alternative Anlagen.

Per 3. Mai 2023 hielten bedeutende Investoren mit einer Beteiligung von jeweils mindestens 3.0% insgesamt 43.7% der Aktien der Gesellschaft (basierend auf Marktinformationen). Davon hielten Silchester International Investors LLP 15.0%, eine Investorengruppe Bruellan / NewGAME 7.5%, Solas Capital Management LLC 5.1%, Schroders Plc 5.0%, Christopher Brown 5.0% und Dimensional Holdings Inc. sowie Mario J. Gabelli je 3.0%.<sup>5</sup> Das Unternehmen hatte per 3. Mai 2023 eine Marktkapitalisierung von CHF 125.1 Mio. auf Basis des Schlusskurses und CHF 107.0 Mio. auf Basis des 60-Tage-VWAP.<sup>6</sup>



GAM hat ihren Hauptsitz in Zürich, Schweiz, und ist in 14 Ländern vertreten



Per 31. Dezember 2022 verfügte GAM über CHF 85.4 Mrd. durchschnittliche AuM



Per 3. Mai 2023 befanden sich 43.7% von GAM im Besitz von Investoren mit einer Beteiligung von jeweils >3.0%.



Per 3. Mai 2023 betrug die Marktkapitalisierung CHF 125.1 Mio. auf Basis des Schlusskurses und CHF 107.0 Mio. auf Basis des 60-Tage-VWAP

<sup>5</sup> Quelle: SIX.

<sup>6</sup> Quelle: Refinitiv Eikon, SIX.



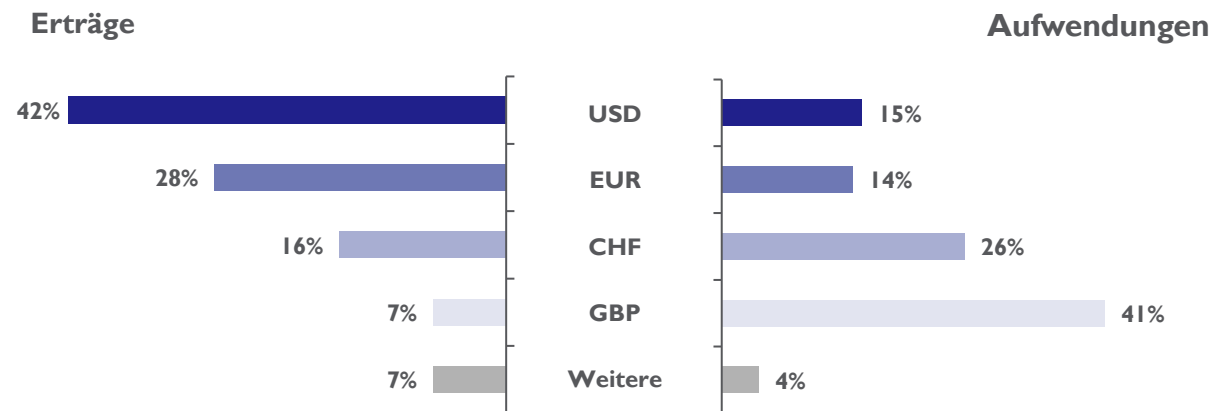
## 2.2 Geschäftsmodell von GAM

### 2.2.1 Überblick

GAM hat ein internationales Geschäftsmodell

GAM hat sich als international tätige Asset-Management-Gesellschaft etabliert und ist in 14 verschiedenen Ländern in Europa, den Vereinigten Staaten («USA»), Asien und Australien tätig. Während die Erträge hauptsächlich in USD sowie EUR erwirtschaftet werden (70% im GJ 2022), fallen die meisten Aufwendungen in GBP und CHF an (67% im GJ 2022).

#### Aufteilung der Erträge und Aufwendungen nach Währungen, GJ 2022

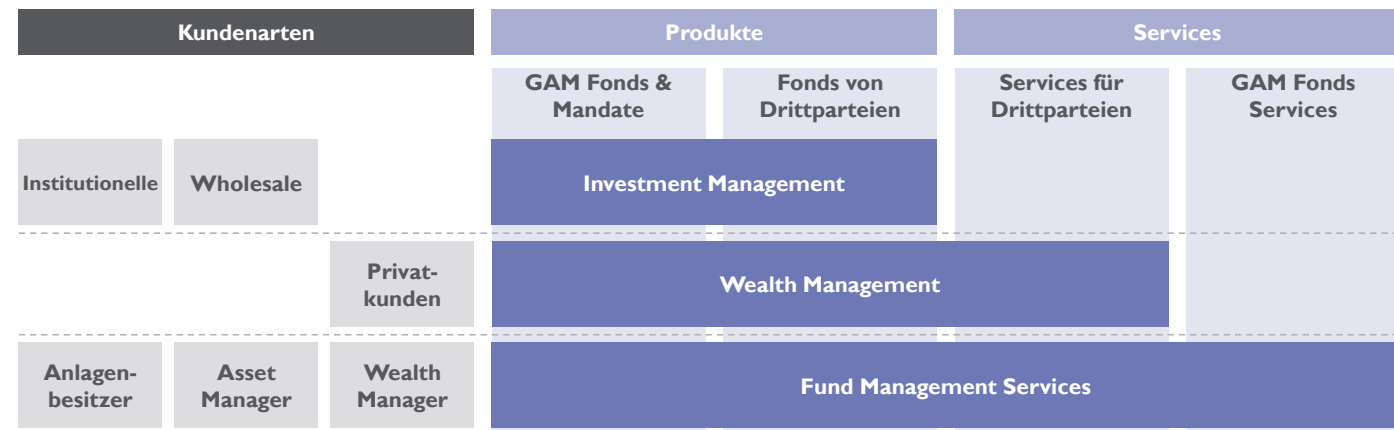


Quelle: GAM Geschäftsbericht GJ 2022.

GAM bietet Investment Management und Fund Management Services an

Im Investment Management bietet GAM institutionellen und Wholesale-Kunden differenzierte, aktiv verwaltete Anlagestrategien in Form von Fonds und Mandaten an. Lösungen für Privatkunden werden im Bereich Wealth Management angeboten. Neben Fonds und Mandaten offeriert GAM diesem Kundensegment auch Drittdienstleistungen wie Finanz- oder Steuerplanung. In der Finanzberichterstattung von GAM sowie in den Analysen in diesem Bericht wird das Wealth Management als Teil des Segments Investment Management betrachtet. Im Segment Fund Management Services (früher Private Labelling genannt) wird das tägliche Fondsgeschäft von über 40 Kunden wie Banken oder Versicherungsgesellschaften von GAM verwaltet, so dass sich diese Kunden auf ihre Kernkompetenzen in der Vermögensverwaltung konzentrieren können.

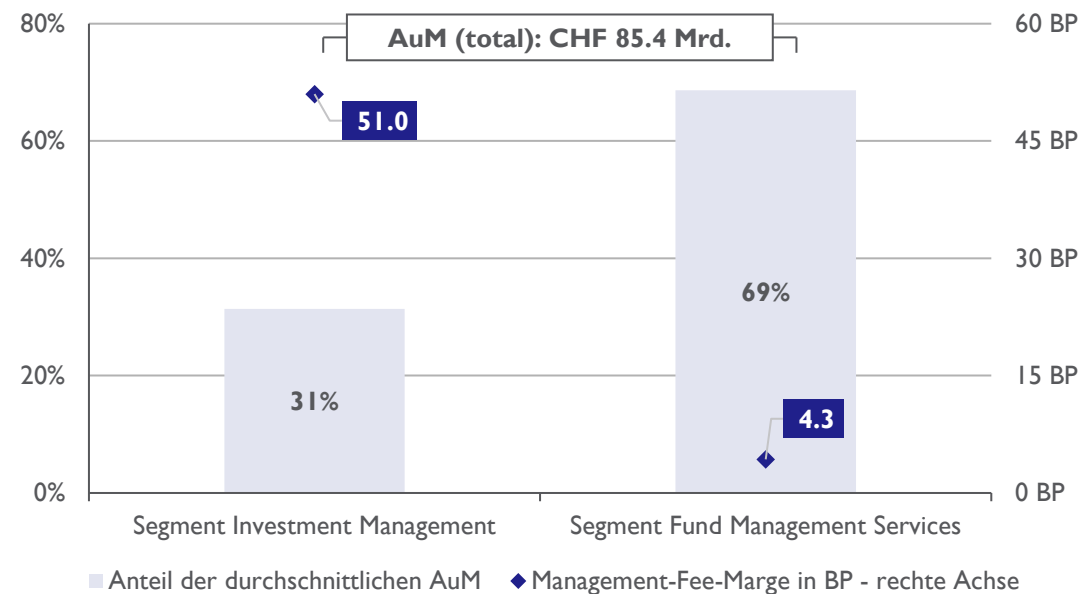
#### Illustration des Geschäftsmodells von GAM



Quellen: IFBC, GAM Geschäftsbericht GJ 2022.

Investment und Wealth Management (Segment Investment Management) vereinen im GJ 2022 zusammen CHF 26.8 Mrd. (31%) der durchschnittlichen AuM. Die Management-Fee-Marge<sup>7</sup> belief sich auf 51.0 Basispunkte («BP»). Im Segment Fund Management Services wurden im GJ 2022 durchschnittlich CHF 58.6 Mrd. (69%) an AuM verwaltet. Die Management-Fee-Marge von 4.3 BP unterscheidet sich grundlegend von den Margen, die im Investment und Wealth Management erzielt werden, was die grundlegenden Unterschiede zwischen den Geschäftsmodellen dieser Segmente verdeutlicht. Während im Investment und Wealth Management massgeschneiderte Lösungen mit höheren Margen angeboten werden, setzt das Segment der Fund Management Services auf die Skalierbarkeit des Angebots. In den folgenden Abschnitten werden die Unterschiede zwischen den Segmenten Investment Management und Fund Management Services näher erläutert.

#### Anteil der durchschnittlichen AuM und Management-Fee-Margen, GJ 2022



Quelle: GAM Geschäftsbericht GJ 2022.

<sup>7</sup> Netto-Management-Fees und Kommissionen / durchschnittliche AuM.

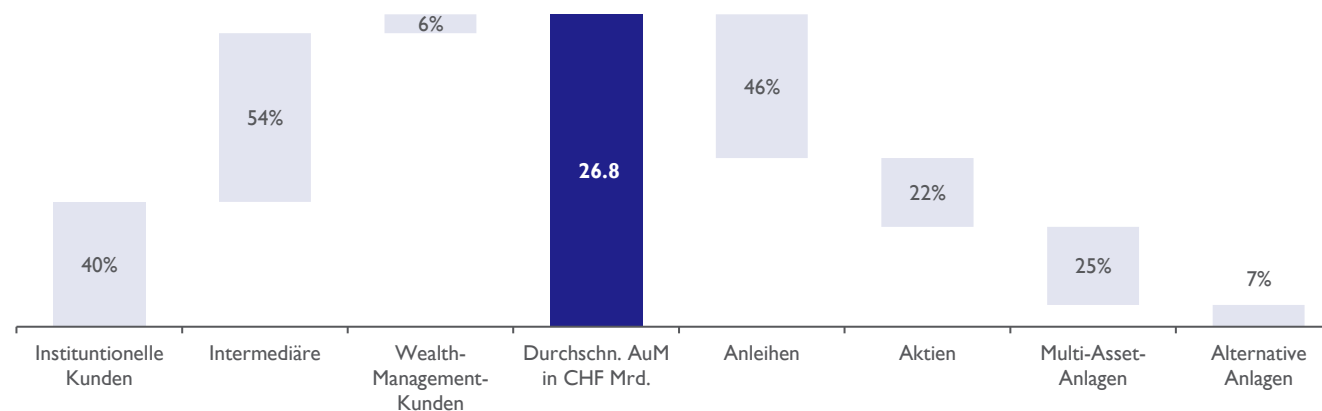
## 2.2.2 Segment Investment Management

### Übersicht

Im Bereich Investment Management bietet GAM eine Reihe von Fonds und Mandaten in verschiedenen Anlageklassen, Märkten und Strategien an. Ende GJ 2022 investierten und verwalteten 98 Anlagespezialisten in Zürich, Mailand, London, Cambridge, New York und Hong Kong aktiv durchschnittliche AuM von CHF 26.8 Mrd. GAM unterscheidet bei ihren Kunden im Investment Management zwischen Finanzintermediären, institutionellen Kunden und Wealth-Management-Kunden. Die angebotenen Produkte sind in die folgenden Anlageklassen unterteilt: Anleihen, Aktien, Multi-Asset-Anlagen und alternative Anlagen. Für ihre Wealth-Management-Kunden bietet GAM Anlagelösungen an, die auf die oben genannten Anlageklassen abgestimmt sind. Darüber hinaus werden Dienstleistungen wie Finanzplanung, Rechts- und Steuerberatung sowie Kreditvergabe über ein Netzwerk von externen, unabhängigen Dienstleistern angeboten. Im GJ 2022 entfielen 6% der durchschnittlichen AuM des Segments Investment Management auf Wealth-Management-Kunden.

Durchschnittliche AuM im Segment Investment Management nach Kunden und Anlageklassen

### Durchschnittliche AuM im Segment Investment Management nach Kunden und Anlageklassen, GJ 2022<sup>9</sup>



Quelle: Management-Angaben von GAM.

<sup>9</sup> Im Geschäftsbericht GJ 2022 von GAM auf S. 13 wird die Aufteilung der AuM im Segment Investment Management auf der Grundlage der AuM per Ende des GJ dargestellt. Aufteilung nach Kundensegmenten: 42% institutionelle Kunden, 53% Intermediäre, 5% Wealth-Management-Kunden; Aufteilung nach Anlageklassen: 44% Anleihen, 21% Aktien, 28% Multi-Asset-Anlagen, 7% alternative Anlagen.

Für jede Anlageklasse innerhalb des Investment Management Segments bietet GAM ausgewählte Fonds mit unterschiedlichen Risiko- und Ertragsprofilen an, um den individuellen Anlagezielen der Kunden gerecht zu werden. Gemessen über drei Jahre, betrug Ende des GJ 2022 die Anlageperformance<sup>10</sup> über alle Anlageklassen 55%. Die Management-Fee-Marge über alle Anlageklassen hinweg belief sich im GJ 2022 auf durchschnittlich 51.0 BP.

## Anlageklassen<sup>8</sup>

### **Anleihen**

Von den gesamten durchschnittlichen AuM im Segment Investment Management im GJ 2022 waren 46% in Fonds und Mandate festverzinslicher Wertpapiere investiert. Die Anlageklasse enthält Lösungen wie spezialisierte Strategien und Anleihen von Schwellenländern. Die Drei-Jahres-Performance dieser Anlageklasse betrug zum Ende des GJ 2022 48%, d.h. rund die Hälfte der AuM dieser Anlageklasse übertraf ihre jeweiligen Benchmarks. Die Management-Fee-Marge für festverzinsliche Produkte<sup>11</sup> lag Ende des GJ 2022 bei 59 BP.

### **Aktien**

GAM bietet eine breite Palette aktiv verwalteter, thematischer (z.B. Luxusmarken) und regionaler (z.B. Europa, Schweiz, etc.) Aktienstrategien an. Rund zwei Drittel der AuM in Aktienfonds übertrafen ihre Benchmarks über einen Dreijahreshorizont, was zu einer Anlageperformance von 68% führte. Die Management-Fee-Marge im Aktienbereich lag im GJ 2022 bei 67 BP.

### **Multi-Asset-Anlagen**

Die Multi-Asset-Produkte folgen individuellen, strategischen und taktischen Vermögensallokationen über alle Anlageklassen hinweg. Innerhalb der Multi-Asset-Klasse werden eine Reihe von Fonds sowie massgeschneiderte Kundenlösungen angeboten. Die Management-Fee-Marge der Multi-Asset-Klasse lag Ende des GJ 2022 bei 22 BP, was die niedrigste Fee-Marge aller Anlageklassen darstellt.

### **Alternative Anlagen**

Im Bereich der alternativen Anlagen bietet GAM eine breite Palette von Produkten an, die von Rohstoff-Fonds bis hin zu Fund-of-Hedge-Fund-Lösungen reichen. Die Drei-Jahres-Performance belief sich Ende GJ 2022 auf 59% bei einer Management-Fee-Marge von 58 BP.

---

<sup>8</sup> Die Informationen basieren auf dem GAM Geschäftsbericht GJ 2022 und Management-Angaben von GAM.

<sup>10</sup> Prozentsatz der AuM, die ihren Benchmark übertrafen (ohne Mandate und Sondervermögen).

<sup>11</sup> Management-Fee-Marge bei Anlageklasse Anleihen = Netto-Management-Fees und Kommissionen der festverzinslichen Produkte / durchschnittliche AuM der festverzinslichen Produkte.

## 2.2.3 Segment Fund Management Services

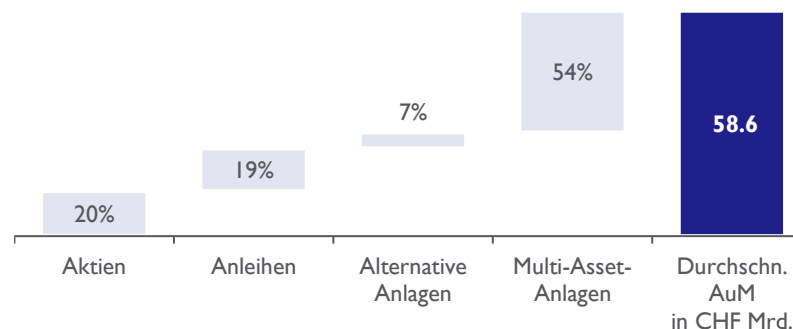
### Übersicht

Das Segment Fund Management Services, ehemals Private Labelling genannt, macht 69% (CHF 58.6 Mrd.) der durchschnittlichen AuM von GAM aus. Mit einer Management-Fee-Marge von 4.3 BP umfasst dieses Segment 15.6% der Netto-Management-Fees und Kommissionen von GAM im GJ 2022. Im Segment Fund Management Services unterstützt GAM Kunden wie Banken, Versicherungen, unabhängige Asset Manager und institutionelle Anleger bei der täglichen Verwaltung des Fondsgeschäfts. Dies ermöglicht es den Kunden, sich auf den Fondsvertrieb und das Investment Management zu konzentrieren, während GAM das Fondsgeschäft verwaltet. Mit der Betreuung von über 140 Drittfonds und 44 Kunden (Stand: GJ 2022) ist GAM einer der grössten Anbieter solcher Leistungen in Europa. Die Leistungen werden international angeboten und von der Schweiz, Luxemburg, Irland und Italien aus betrieben.

### Anlageklassen

Die durchschnittlichen AuM von CHF 58.6 Mrd. der Fund Management Services sind zu 54% in Multi-Asset-Anlagen angelegt. Auf Aktien entfallen 20% der durchschnittlichen AuM und 19% auf Anleihen. Der geringste Anteil wird in alternative Anlagen (7%) investiert.

**Durchschnittliche AuM im Segment Fund Management Services nach Anlageklassen, GJ 2022<sup>12</sup>**



Quelle: Management-Angaben von GAM.

### Angebotene Dienstleistungen

Innerhalb des Segments Fund Management Services bietet GAM die folgenden Dienstleistungen an:

#### **Management Company Services**

GAM bietet in diesem Segment eine Vielzahl von Dienstleistungen an, die von Risikomanagement und Investment Controlling bis hin zu Reporting (z.B. regulatorisch, steuerlich, etc.) und zu Compliance-Überwachung reichen.

<sup>12</sup> Im Geschäftsbericht GJ 2022 von GAM auf S. 13 wird die Aufteilung der AuM im Segment Fond Management Services auf Basis der AuM per Ende GJ dargestellt. Aufteilung nach Anlageklassen auf Basis der Schluss-AuM: 21% Aktien, 17% Anleihen, 55% Multi-Asset-Anlagen, 7% alternative Anlagen.

### **Fonds-Engineering**

Das Fonds-Engineering umfasst den Aufbau der rechtlichen und steuerlichen Struktur, die Definition und den operativen Aufbau der Fondsstruktur sowie die Prozesse, Berichte und das Projekt- und Lebenszyklusmanagement von Fonds.

### **Vertrieb und Marketing**

GAM unterstützt ihre Kunden beim Vertrieb ihrer Fonds, einschliesslich Beratung zur Vertriebsstrategie und deren Umsetzung. Darüber hinaus unterstützt GAM Kunden bei der Fondsregistrierung sowie bei der Erstellung von Marketingunterlagen wie Factsheets und ESG-Berichterstattung.

### **Investment Management**

Neben der Stimmrechtsvertretung können Kunden von GAM Investment-Management-Kapazitäten mit Dienstleistungen wie Währungsabsicherung, Rebalancing und Ausführung von Asset-Allokationen, Implementierung von Derivat-basierten Strategien oder der vollständigen Anlageverwaltung durch GAM profitieren.

### **Depotbank, Fondsadministration und Transferstelle**

GAM lagert die Verwahrungsfunktionen für ihre eigenen Fonds sowie für Fonds ihrer Kunden aus. Dadurch wird sichergestellt, dass die Kunden Zugang zu weltweit führenden Dienstleistern erhalten. Durch interne Kontrollen und Performance-Überwachung werden die delegierten Funktionen überwacht und die Risiken von GAM minimiert.

## **2.3 Historische Finanzkennzahlen von GAM**

Historische  
Schlüsselereignisse

Die Entwicklung von GAM ist unter anderem durch die folgenden Schlüsselereignisse geprägt:

- Im Jahr 2009 trennte Julius Bär, eine führende Schweizer Privatbank, ihr Private Banking und Asset Management auf. GAM wurde als unabhängige Unternehmenseinheit neu gegründet und umfasste die ehemalige Asset-Management-Sparte von Julius Bär. In der Folge wurden sowohl die Aktien von Julius Bär als auch diejenigen von GAM separat an der SIX kotiert.<sup>13</sup>
- Am 31. Juli 2012 schloss GAM die Übernahme von 75.95% der Arkos Capital SA ab. Arkos Capital SA verfügte per 30. Juni 2012 über AuM in Höhe von CHF 729 Mio.<sup>14</sup>

<sup>13</sup> Quelle: GAM Pressemitteilungen vom 20. Mai 2009 und vom 1. Oktober 2009.

<sup>14</sup> Quelle: GAM Pressemitteilung vom 2. August 2012.

- Im Jahr 2016 erwarb GAM Taube Hodson Stonex und Cantab Capital Partners LLP, was zu zusätzlichen AuM von insgesamt CHF 6.2 Mrd. führte.<sup>15</sup>
- Nach einer internen Untersuchung wurde 2018 ein Investment Director wegen gewisser Verfehlungen suspendiert. Danach musste GAM mehrere Absolute-Return-Bond-Fonds mit uneingeschränktem Anlageansatz auflösen. Infolgedessen verringerten sich die gesamten AuM im Segment Investment Management von GAM im GJ 2018 um über CHF 28 Mrd., wovon CHF 11 Mrd. auf solche Absolute-Return-Bond-Fonds entfielen.<sup>16</sup>
- Im Januar 2021 bestätigte ein Grosskunde im Segment Fund Management Services von GAM, dass er seine Konten zu einem anderen Anbieter verlagern wird, was in den Folgemonaten zu einem Abfluss von AuM in Höhe von CHF 21.5 Mrd. führte.<sup>17</sup>
- Kurz darauf, im März 2021, kündigte GAM aufgrund der Marktentwicklungen und der Medienberichterstattung über Supply Chain Finance und Greensill Capital die Auflösung ihres Fonds GAM Greensill Supply Chain Finance an. Die Auflösung markiert das Ende der Geschäftsbeziehung zwischen GAM und Greensill Capital, die bis ins Jahr 2016 zurückreichte.<sup>18</sup>

Rückgang der AuM und der Management-Fee-Marge in den letzten fünf Jahren

Die durchschnittlichen AuM von GAM sanken von CHF 152.8 Mrd. im GJ 2018 auf CHF 85.4 Mrd. im GJ 2022, was einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate («CAGR») von -13.5% entspricht. Im Segment Investment Management reduzierten sich die durchschnittlichen AuM von CHF 75.2 Mrd. im GJ 2018 auf CHF 26.8 Mrd. im GJ 2022, was den durchschnittlichen Anteil der AuM des margenstarken Segments auf 31% verringerte. Die durchschnittlichen AuM des Segments Fund Management Services stiegen im GJ 2019 und GJ 2020. Im GJ 2020 erreichten sie mit CHF 83.4 Mrd. den höchsten Stand der letzten fünf Jahre, bevor sie im GJ 2022 auf CHF 58.6 Mrd. zurückgingen.

Parallel zum Rückgang der durchschnittlichen AuM haben sich in den letzten fünf Jahren sowohl im Segment Investment Management als auch in den Fund Management Services die Management-Fee-Margen reduziert. Die Fee- und Kommissions-Marge (total)<sup>19</sup> sank von 32.7 BP im GJ 2018 auf 19.3 BP im GJ 2022.

<sup>15</sup> Quellen: GAM Pressemitteilungen vom 16. Mai 2016 und 29. Juni 2016.

<sup>16</sup> Quellen: GAM Pressemitteilungen vom 31. Juli 2018, 28. August 2018 und 21. Februar 2019.

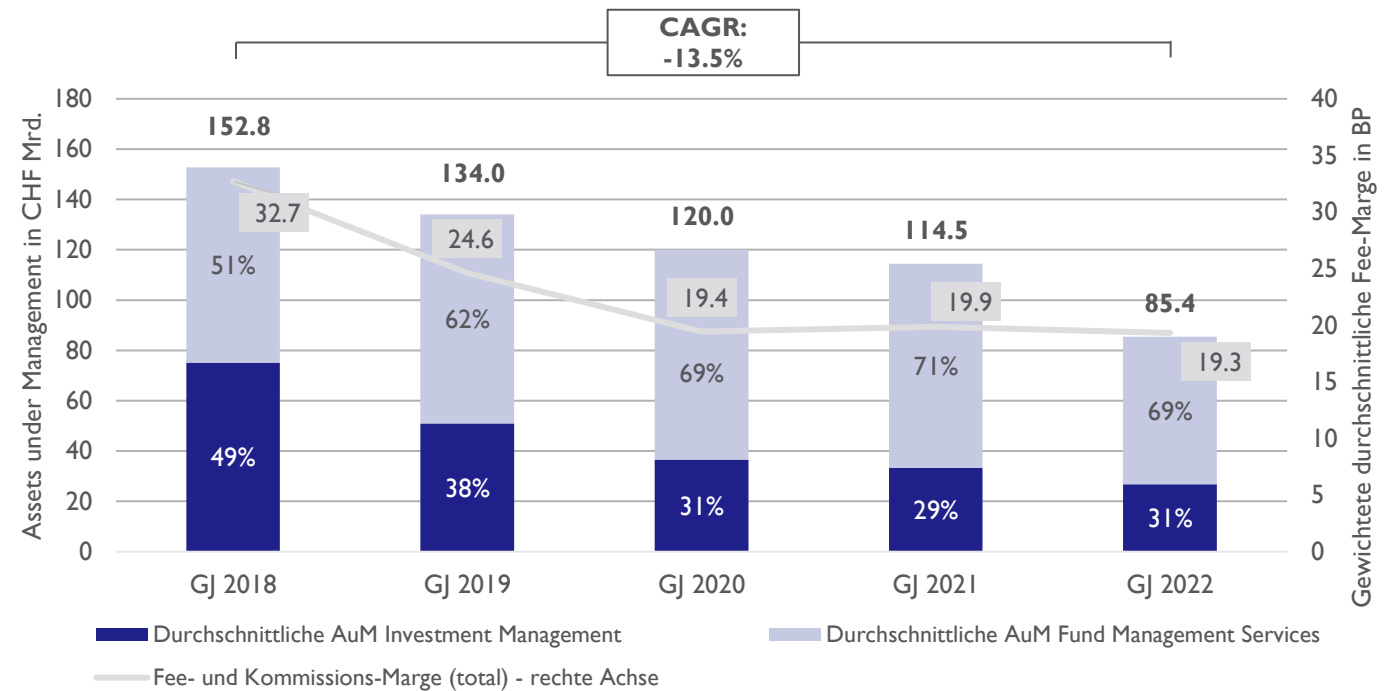
<sup>17</sup> Quelle: GAM Pressemitteilung vom 26. Januar 2021.

<sup>18</sup> Quelle: GAM Pressemitteilung vom 2. März 2021.

<sup>19</sup> Fee- und Kommissions-Marge (total) = Netto-Fee- und Kommissions-Erfolg (inkl. Performance-Fees) / durchschnittliche AuM.



### Historische Entwicklung der durchschnittlichen AuM und der Fee- und Kommissions-Marge (total)



Quelle: GAM Geschäftsbericht GJ 2022.

Negative operative  
Umsatzrendite

Die operative Umsatzrendite errechnet sich aus dem Netto-Fee- und Kommissions-Erfolg abzüglich der Aufwendungen, dividiert durch den Netto-Fee- und Kommissions-Erfolg. Sie stellt die operative Performance des Geschäfts von GAM dar, ohne Berücksichtigung nicht-operativer Effekte wie Wechselkursschwankungen oder Absicherungsgeschäfte. Die operative Umsatzrendite sank von 25.3% im GJ 2018 auf -25.8% im GJ 2022, was den niedrigsten Wert der letzten fünf Jahre darstellt. Folglich konnte der Rückgang der AuM und der Margen nicht durch Kostensenkungen kompensiert werden, was in den letzten drei Jahren zu operativen Verlusten führte.

## Historische KPIs von GAM

## Historische KPIs von GAM

Historische KPIs	GJ 2018	GJ 2019	GJ 2020	GJ 2021	GJ 2022
Durchschnittliche AuM Investment Management in CHF Mrd. <sup>1)</sup>	75.2	51.0	36.6	33.3	26.8
Durchschnittliche AuM Fund Management Services in CHF Mrd.	77.6	83.0	83.4	81.2	58.6
<b>AuM (total) in CHF Mrd.</b>	<b>152.8</b>	<b>134.0</b>	<b>120.0</b>	<b>114.5</b>	<b>85.4</b>
Wachstumsrate	n/a	-12.3%	-10.4%	-4.6%	-25.4%
Management-Fee-Marge Investment Management in BP <sup>1)</sup>	60.3	55.8	53.6	52.7	51.0
Management-Fee-Marge Fund Management Services in BP	5.4	3.9	4.1	4.0	4.3
<b>Fee- und Kommissions-Marge (total) in BP<sup>2)</sup></b>	<b>32.7</b>	<b>24.6</b>	<b>19.4</b>	<b>19.9</b>	<b>19.3</b>
<b>Operative Umsatzrendite</b>	<b>25.3%</b>	<b>4.3%</b>	<b>-4.7%</b>	<b>-3.2%</b>	<b>-25.8%</b>

1) Inklusive Wealth Management.

2) Netto Fee- und Kommissions-Erfolg (inkl. Performance-Fees) / Durchschnittliche AuM.

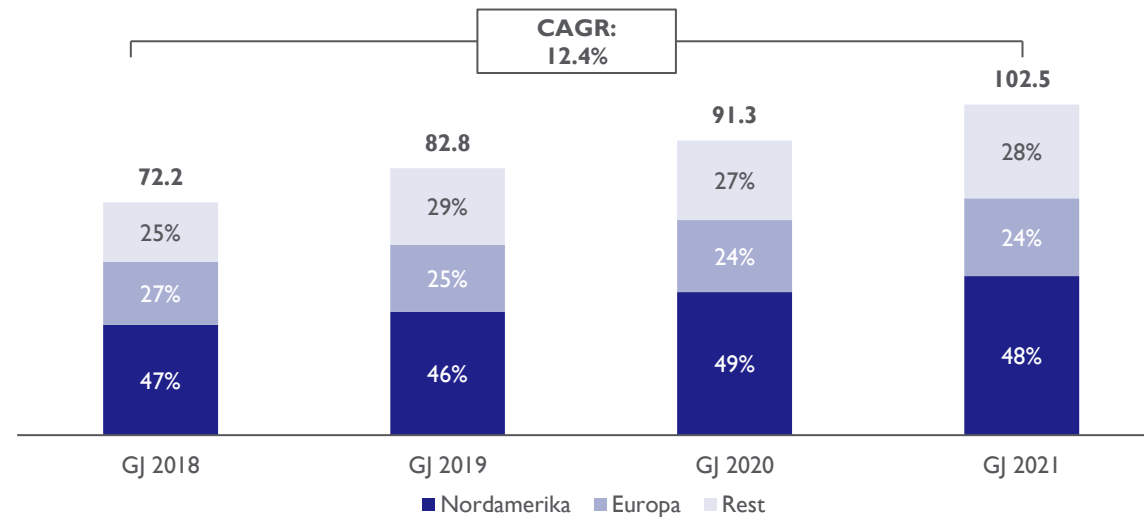
Quelle: GAM Geschäftsbericht GJ 2022.

## 2.4 Marktanalyse

### Überblick zum globalen Asset-Management-Markt

Vom GJ 2018 bis zum GJ 2021 wuchs der globale Asset-Management-Markt, gemessen an AuM, von CHF 72.2 Bio. auf CHF 102.5 Bio. mit einer CAGR von 12.4%. Von den CHF 102.5 Bio. AuM im GJ 2021 wurden 48% (CHF 49.3 Bio.) in Nordamerika gehalten, während 24% (CHF 24.2 Bio.) in Europa verwaltet wurden. In den letzten vier Jahren hat der Anteil der in Europa verwalteten Vermögen abgenommen (von 27% auf 24%), während die AuM in Nordamerika leicht zunahmen (von 47% auf 48%).<sup>20,21</sup>

### Entwicklung der globalen AuM (in CHF Bio.) und geografische Verteilung der AuM im GJ 2021



Quelle: Boston Consulting Group.

<sup>20</sup> Quelle: Boston Consulting Group, Global Asset Management 2022 (2022), S. 4 & S. 23.

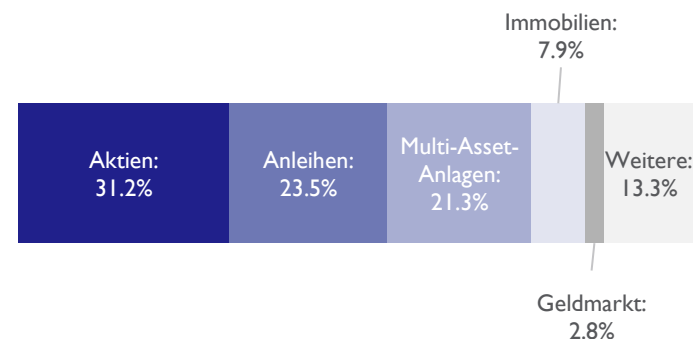
<sup>21</sup> Wechselkurs CHF/USD am 31. Dezember 2021.

## Asset-Allokation in der Schweiz

Die Aufteilung der AuM der in der Schweiz ansässigen Asset Manager per Ende GJ 2021 setzte sich wie folgt zusammen:

- 31.2% der AuM wurden in Aktien investiert.
- Auf Anleihen, bzw. festverzinsliche Wertpapiere entfielen 23.5% der AuM von Schweizer Asset Manager.
- 21.3% der AuM wurden in Multi-Asset-Strategien investiert.
- Immobilien, Geldmarkt und weitere Assets machten 24.0% aus.<sup>22</sup>

## Asset-Allokation von Asset Managern in der Schweiz, GJ 2021

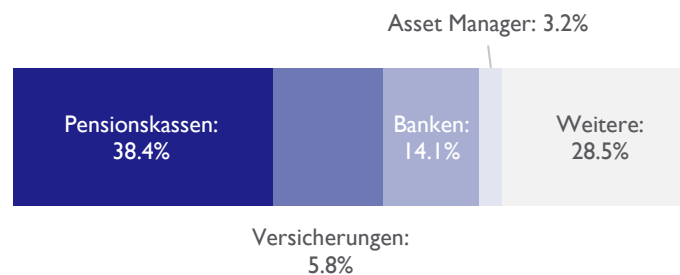


Quellen: IFBC, Swiss Asset Management Study 2022.

## Kunden der Schweizer Asset-Management-Branche

In der Asset-Management-Branche werden zwei Kundensegmente unterschieden: Privatkunden und institutionelle Kunden. Bei den Privatkunden handelt es sich meist um Privatinvestoren. Zu den institutionellen Kunden zählen in erster Linie Pensionskassen, Versicherungen, Banken und andere institutionelle Kunden wie Asset Manager, Hedgefonds, Wohltätigkeitsorganisationen und Grossunternehmen. Die grösste institutionelle Kundengruppe in der Schweiz sind Pensionskassen (38.4 % der AuM).<sup>23</sup>

## Aufteilung institutioneller Kunden in der Schweiz nach AuM, GJ 2021



Quellen: IFBC, Swiss Asset Management Study 2022.

<sup>22</sup> Quelle: Asset Management Association, Swiss Asset Management Study 2022 (2022), S. 23.

<sup>23</sup> Quelle: Asset Management Association, Swiss Asset Management Study 2022 (2022), S. 23.

Wachsender Anteil an Privatkunden

Der Grossteil der AuM entfällt nach wie vor auf institutionelle Kunden, doch die globalen Nettoströme der Privatinvestoren waren in den letzten Jahren deutlich höher als diejenigen der institutionellen Kunden. Vor allem im GJ 2020 investierten die privaten Haushalte aufgrund der Möglichkeiten, die sich durch den Abschwung der Märkte im ersten Quartal des Jahres ergaben, verstärkt in Kapitalmarktinstrumente.<sup>24</sup>

Jüngste Entwicklungen führen zu einem volatileren Umfeld in der Asset-Management-Branche und schaffen neue Trends

Der globale Asset-Management-Markt wird grundlegend von der globalen Stimmung an den Märkten beeinflusst. Die globalen Aktienmärkte haben bis Ende 2021 Rekordhöhen erreicht, was zu einem Anstieg des verwalteten Vermögens und der Erträge führte. Im Jahr 2022 begann sich die Marktstimmung jedoch aufgrund erheblicher Störungen des Welthandels, einer inflationären Wirtschaft, rückläufiger finanzieller Anreize und steigender Zinssätze zu ändern. Der Krieg in der Ukraine verstärkt diese Störungen zusätzlich, was aktuell zu erheblichen Marktunsicherheiten und zu einem Rückgang der AuM in der Branche führt. Da das Marktumfeld immer turbulenter wird, müssen sich die Asset Manager mit den Branchentrends auseinandersetzen und sich den Kundenerwartungen anpassen, um langfristig erfolgreich zu bleiben.<sup>25</sup> Einige der wichtigsten Markttreiber, die sowohl Herausforderungen als auch Chancen für die Branche darstellen, sind die Folgenden:

Technologische Fortschritte

### **Technologische Fortschritte**

Technologien wie künstliche Intelligenz, Application Programming Interface (APIs), Cloud-Technologie und andere Daten-Management-Funktionen sowie virtuelle Assets werden immer zugänglicher. Dies eröffnet Möglichkeiten, nicht nur operative Abläufe zu digitalisieren, sondern auch Produkte, Dienstleistungen, Vertrieb und die Interaktion mit Kunden. Digitale Fähigkeiten werden wichtiger, um Kosten- und Effizienzoptimierungen zu realisieren und die wachsenden Ansprüche hinsichtlich Transparenz, Mobilität und digitaler Produkte und Dienstleistungen zu erfüllen.<sup>26</sup> Cloud-Technologie und Datenverarbeitung sind bereits zu wichtigen Werttreibern in der Asset-Management-Branche geworden, und führende Akteure erhöhen ihre Investitionen entsprechend. In Zukunft wird die Hyper-Personalisierung von Produkten durch direkte Indexierung, die Tokenisierung von Assets oder die digitale Verbindung von Wallets mit Assets durch neu entstehende Technologien zunehmend realisierbar sein.<sup>27</sup>

<sup>24</sup> Quellen: Boston Consulting Group, Global asset management 2022 (2022), S. 23.; European Fund and Asset Management Association, An overview of the asset management industry (2022), S. 4 & S. 39.

<sup>25</sup> Quellen: Asset Management Association Switzerland, Pressemitteilung (Februar 2022); Boston Consulting Group, Global asset management 2022 (2022), S. 5f & S. 13f.; Oliver Wyman, Asset management trends 2023, gemäss Website (10. Mai 2023).

<sup>26</sup> Quellen: Broadridge, 5 ways that technology is changing the fund industry, gemäss Website (8. Juli 2022).; Broadridge, 5 changes and trends that asset managers can't ignore, von der Website (8. Juli 2022).; Oliver Wyman, Asset management trends 2023, von der Website (10. Mai 2023).

<sup>27</sup> Quellen: Boston Consulting Group, Global asset management 2022 (2022), S. 14; European Fund and Asset Management Association, An overview of the asset management industry (2021), S. 10f.; ThoughtLab, Wealth and asset management 4.0 (2021), S. 12ff.

## Impact Investing und ESG

### Impact Investing und ESG

Impact Investing ist ein zentraler Markttreiber, da eine wachsende Zahl von Asset Manager dessen Bedeutung nicht nur im Hinblick auf die Kundennachfrage, sondern auch vor dem Hintergrund zunehmender Risiken im Zusammenhang mit Environment-, Social-, Governance-Aspekten («ESG») erkennt. Kunden legen nicht mehr nur Wert auf hohe Renditen, sondern auch auf den Zweck und die Wirkung ihrer Anlagen. Diese zunehmende Verlagerung von Assets zu ESG-Investitionen bietet Asset Managern Chancen wie auch Risiken bezüglich der Asset Flows. Zudem setzt die Einführung globaler Nachhaltigkeitsziele und -regeln, wie das Erreichen von Netto-Null-Emissionen bis 2050 oder die EU-Verordnung zur Offenlegung nachhaltiger Finanzen, die Asset Manager unter Handlungsdruck.<sup>28</sup>

## Verlagerung zu passiven Anlagen und alternativen Assets

### Verlagerung zu passiven Anlagen und alternativen Assets

Jüngst war in der Asset-Management-Branche eine Verlagerung von aktiv zu passiv verwalteten Produkten zu beobachten, die es Kunden ermöglichen, Marktrenditen zu tiefen Gebühren zu erzielen. Besonders nach der Finanzkrise 2008 erfuhren passive Anlagen ein deutliches Wachstum, mit einem Anteil von 23% an den globalen AuM in 2021.<sup>29</sup>

Im Jahr 2021 machten alternative Anlagen mit nur 20% der globalen AuM mehr als 40% der globalen Asset-Management-Erträge aus. Alternative Anlagen erfreuen sich zunehmender Beliebtheit, da sie es ermöglichen, durch Illiquiditätsprämien Renditen zu erzielen, die über denen öffentlicher Märkte liegen. In Zukunft dürfte der Ertragsanteil alternativer Anlagen weiter steigen. Insbesondere bei Privatkunden ist eine Verlagerung hin zu alternativen Anlageklassen zu beobachten. Während grosse Asset Manager versuchen, ihre Akquisitionsstrategien entsprechend anzupassen, erweitern Asset Manager, die bereits auf alternative Anlagen spezialisiert sind, ihren Zugang zu Retail-Kunden.<sup>30</sup>

<sup>28</sup> Quellen: Boston Consulting Group, Global asset management 2022 (2022), S. 19; European Fund and Asset Management Association, An overview of the asset management industry (2022), S. 24ff.; Oliver Wyman, Asset management trends 2023, von der Website (10. Mai 2023); ThoughtLab, Wealth and asset management 4.0 (2021), S. 15.

<sup>29</sup> Quellen: Boston Consulting Group, Global asset management 2022 (2022), S. 6ff.; ThoughtLab, Wealth and asset management 4.0 (2021), S. 18 & S. 23.

<sup>30</sup> Quellen: Boston Consulting Group, Global asset management 2022 (2022), S. 18f.; ThoughtLab, Wealth and asset management 4.0 (2021), S. 18.

Sinkende Gebühren und mehr  
Transparenz

### **Sinkende Gebühren und mehr Transparenz**

Ein wichtiger Treiber für den Preisdruck auf die Asset Manager ist die zunehmende Regulierung in vielen Rechtsordnungen. Insbesondere treuhänderische Vorschriften, die mehr Gebührentransparenz und -kontrolle vorschreiben, wie sie in der MiFID in der EU oder in den Best-Interest-Regeln der USA umgesetzt wurden, führen zu einer stärkeren Sensibilisierung der Kunden für Gebührenstrukturen und zu Anpassungen bei der Preisgestaltung von Asset-Management-Produkten und -Dienstleistungen. Zusätzlich erhöht die Verlagerung hin zu passiv verwalteten Produkten den Druck auf die Preise, wodurch die Fee-Margen in der gesamten Branche sinken werden.<sup>31</sup>

---

<sup>31</sup> Quelle: ThoughtLab, Wealth and asset management 4.0 (2021), S. 23f.

## Fairness Opinion GAM

### **3 Bewertung**

<b>3.1</b>	Bewertungsansatz	Seite 25
<b>3.2</b>	Dividend-Discount-Modell	Seite 26
<b>3.3</b>	Multiples-Bewertung	Seite 36
<b>3.4</b>	Aktienkursanalyse und Analystenerwartungen	Seite 39



## 3 Bewertung

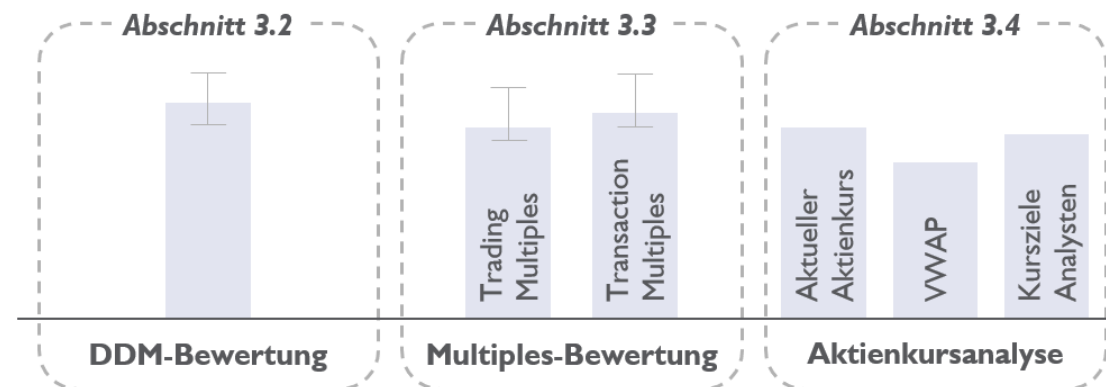
### 3.1 Bewertungsansatz

Bei der Bewertung von GAM stützen wir uns, entsprechend der aktuellen Best Practice, in erster Linie auf die DDM-Methode ab. Zusätzlich wenden wir Trading sowie Transaction Multiples an und berücksichtigen die Erkenntnisse aus der Aktienkursanalyse.

Die Bewertung von GAM zur Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Angebots von Liontrust erfolgt auf einer Stand-Alone-Basis unter der Anwendung unterschiedlicher Bewertungsansätze. Der Wert je Aktie von GAM wird zum massgeblichen Bewertungstichtag per 3. Mai 2023 ermittelt.

Innerhalb unseres Bewertungsframeworks kommt dem Dividend-Discount-Modell («DDM») die grösste Bedeutung zu, da mit diesem Bewertungsansatz die spezifischen Umstände von GAM am besten berücksichtigt werden können. Die DDM-Methode entspricht der aktuellen Best Practice zur Bewertung von Finanzdienstleistungsunternehmen, einschliesslich Asset-Management-Gesellschaften.<sup>32</sup> Ergänzt werden die Bewertungsüberlegungen durch die Anwendung marktorientierter Methoden basierend auf der Bewertung vergleichbarer Unternehmen (Trading Multiples) und bezahlter Preise in vergangenen Transaktionen (Transactions Multiples). Zusätzlich wird eine Analyse des Aktienkurses durchgeführt, die den aktuellen Aktienkurs von GAM, den 60-Tage-VWAP und die von Analysten veröffentlichten Kursziele der GAM-Aktie umfasst.

#### Übersicht zu unserem Bewertungsansatz



<sup>32</sup> Vgl. u.a. R. Volkart & A. F. Wagner, Corporate Finance: Grundlagen von Finanzierungen und Investitionen (2018), S. 328ff; A. Damodaran, Investment Valuation (2002), S. 575ff.

## 3.2 Dividend-Discount-Modell

### 3.2.1 Bewertungsansatz und Eigenkapitalkostensatz

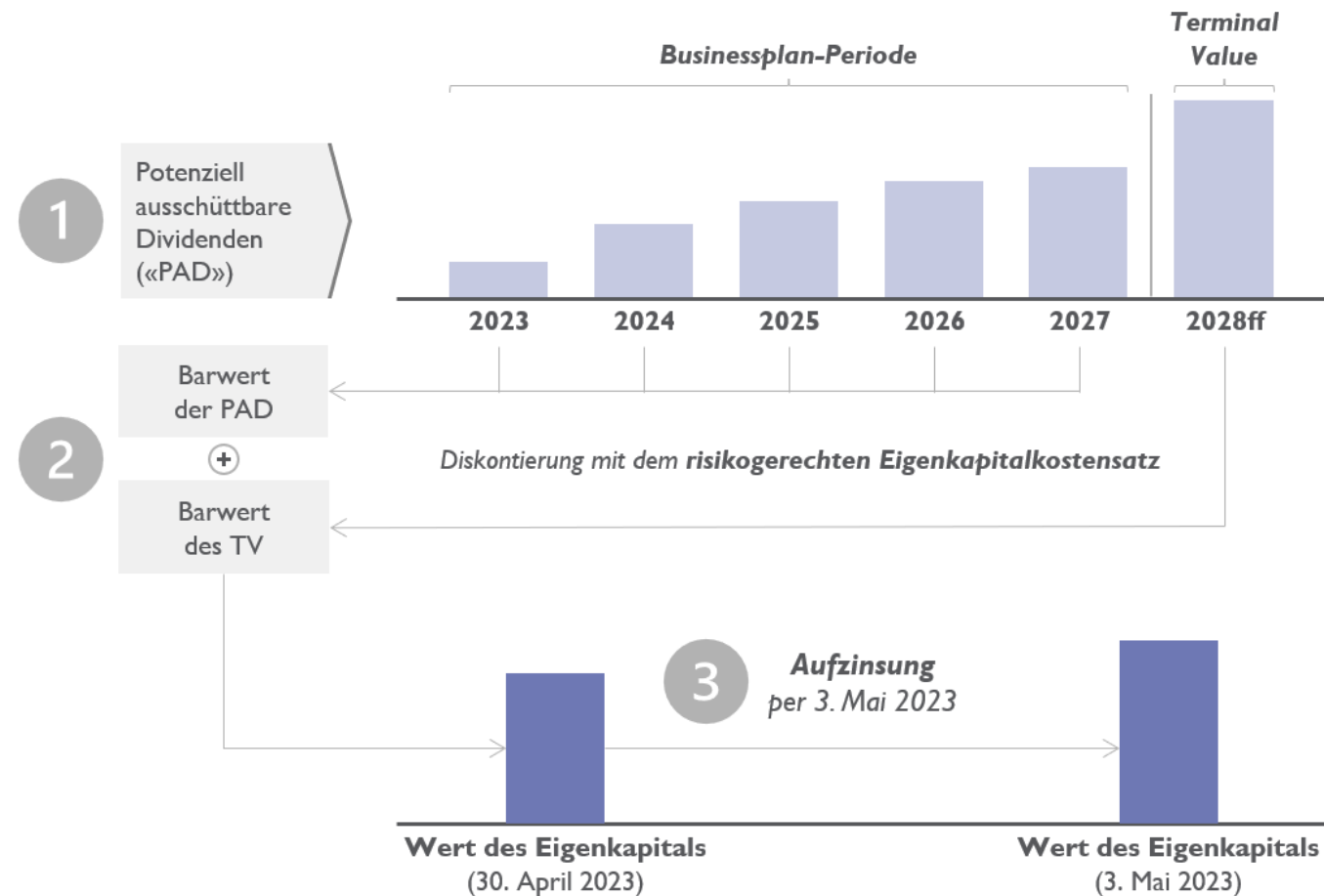
Die Anwendung der DDM-Methode entspricht der anerkannten Corporate-Finance-Theorie sowie der aktuellen Best Practice zur Bewertung von Finanzdienstleistungsunternehmen. Die erwarteten zukünftigen Cashflows bei einer DDM-Bewertung sind die potenziell ausschüttbaren Dividenden, die sich auf die maximal mögliche Dividendenausschüttung beziehen, sodass nicht gegen die Liquiditäts- oder Kapitalanforderungen verstossen wird. Der Eigenkapitalwert eines Finanzdienstleistungsunternehmens wird hergeleitet, indem die erwarteten, potenziell ausschüttbaren Dividenden mit dem Eigenkapitalkostensatz zum definierten Bewertungsstichtag diskontiert werden. Durch Division des Eigenkapitalwerts durch die jeweilige Anzahl der Aktien resultiert der Wert je Aktie des Finanzdienstleistungsunternehmens.

Bestimmung des  
Eigenkapitalwerts

Basierend auf dem beschriebenen Bewertungsansatz kann der Wert des Eigenkapitals von GAM per 3. Mai 2023 wie folgt bestimmt werden:

- 1 Die erwarteten, potenziell ausschüttbaren Dividenden werden in einer Detailplanperiode bis Ende GJ 2027 anhand des vom VR von GAM verabschiedeten Businessplans ermittelt. Der Wertanteil, der auf die Phase nach der Detailplanperiode entfällt, wird in einem Endwert («Terminal Value», «TV») zusammengefasst.
- 2 Die erwarteten, potenziell ausschüttbaren Dividenden der Detailplanperiode sowie der ermittelte Terminal Value werden anschliessend mit dem für GAM angemessenen Eigenkapitalkostensatz per 30. April 2023 diskontiert. Daraus ergibt sich der Eigenkapitalwert per 30. April 2023.
- 3 Der ermittelte Eigenkapitalwert wird auf den Bewertungszeitpunkt per 3. Mai 2023 aufgezinst und schliesslich durch die Anzahl ausstehender Aktien dividiert, um den Wert pro Aktie per 3. Mai 2023 zu ermitteln.

Die nachfolgende Abbildung fasst die Bestimmung des Marktwerts von GAM per 3. Mai 2023 zusammen:



Der ermittelte Eigenkapitalwert wird auf den Bewertungszeitpunkt per 3. Mai 2023 aufgezinst und schliesslich durch die Anzahl ausstehender Aktien dividiert, um den Wert pro Aktie per 3. Mai 2023 zu ermitteln.

Bestimmung des  
Eigenkapitalkostensatzes  
von GAM

Die nachfolgende Abbildung fasst die Ermittlung des Eigenkapitalkostensatzes von GAM zusammen:

**Bestimmung des Eigenkapitalkostensatzes von GAM per 30. April 2023:<sup>33</sup>**



<sup>33</sup> Für weitere Angaben vgl. Anhang (Abschnitt 5.1).

### 3.2.2 Businessplan

Unsere Schätzungen beruhen auf dem durch den VR von GAM genehmigten Businessplan

Die erwarteten, potenziell ausschüttbaren Dividenden für die GJ 2023 bis 2027 basieren auf dem Businessplan, der vom VR von GAM am 3. März 2023 genehmigt wurde. Die Annahmen zu den nachhaltigen Werten als Grundlage für die Berechnung des Terminal Value wurden durch das Management bestätigt. Die Durchschnittswerte der wichtigsten Werttreiber und Annahmen sind in der nachstehenden Tabelle dargestellt:

#### Übersicht zu den wesentlichen Annahmen der Detailplanperiode sowie im Terminal Value

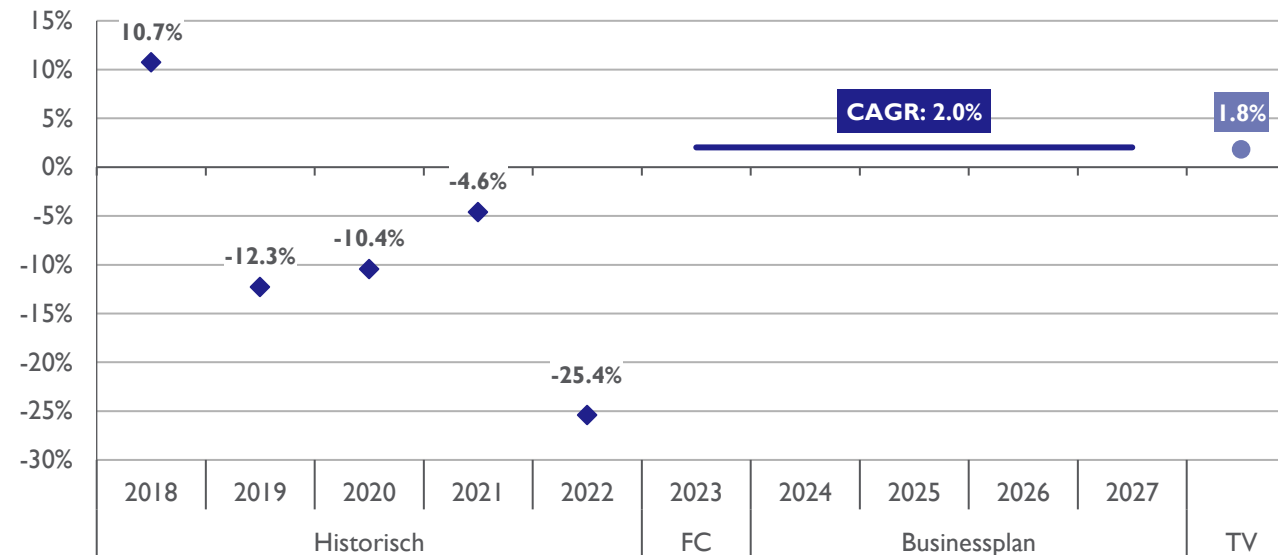
Wesentliche Annahmen in der Detailplanperiode und im Terminal Value	GJ 2018 - GJ 2022	GJ 2023 - GJ 2027	Terminal Value
Wachstum durchschnittliche AuM (CAGR)	-13.5%	2.0%	1.8%
Durchschnittliche Fee- und Kommissions-Marge (total) in BP	23.2	24.0	26.1
Durchschnittliche operative Umsatzrendite	-0.8%	-3.2%	15.5%

Quellen: Geschäftsberichte und Management-Angaben von GAM, IFBC-Analyse.

Wir haben die Angaben und Annahmen des Managements von GAM von einem unabhängigen Standpunkt aus beurteilt und plausibilisiert. Es wird keine Gegenüberstellung zu Vergleichsunternehmen vorgenommen, da der Businessplan einen Turnaround-Fall darstellt, d.h. der Businessplan zielt darauf ab, die gegenwärtigen negativen Trends zu korrigieren und bis zum Ende der Detailplanperiode wieder stabile Betriebsergebnisse zu erzielen. Die Werte der wichtigsten Annahmen sind daher nicht mit den Erwartungen der Analysten für andere Asset Manager vergleichbar, die sich nicht in einer Turnaround-Situation befinden. Die wichtigsten Annahmen werden im Folgenden ausführlicher beschrieben:

## Annahmen zur Entwicklung der AuM

### Historische und prognostizierte Wachstumsraten der durchschnittlichen AuM von GAM



Quellen: Geschäftsberichte und Management-Angaben von GAM.

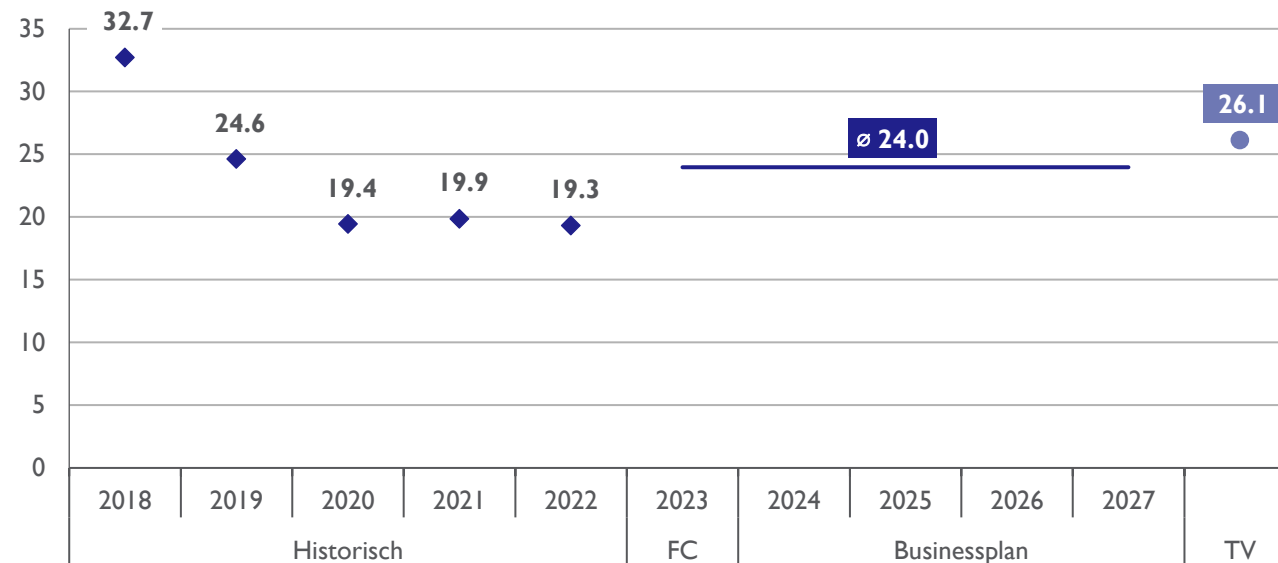
Nach der Suspendierung eines Investment Directors im Jahr 2018 gingen die AuM von GAM in den folgenden Jahren deutlich zurück. Eine Erholung stellte sich bis anhin nicht ein, was u.a. auf die negativen Auswirkungen sowohl von Covid-19 als auch des Ukraine Kriegs auf die Aktien- und Kapitalmärkte sowie die Auflösung des Fonds GAM Greensill Supply Chain Finance, die weitere Abflüsse zur Folge hatte (vgl. auch Abschnitt 2.3), zurückzuführen ist. Das Management von GAM geht davon aus, dass sich dieser Trend innerhalb des Planungszeitraums korrigieren lässt und wieder positive Wachstumsraten bei den AuM erzielt werden können. Im Durchschnitt wird für die Detailplanperiode eine CAGR von 2.0% erwartet.

Für die Berechnung des Terminal Value wird eine nachhaltige, jährliche Wachstumsrate der durchschnittlichen AuM berücksichtigt, die den währungsgewichteten, langfristigen Inflationserwartungen entspricht<sup>34</sup>.

<sup>34</sup> Die Berechnung basiert auf einer nachhaltigen Aufteilung der Erträge und Aufwendungen. Quelle: Internationaler Währungsfonds, World Economic Outlook, April 2023.

Annahmen zur Fee- und Kommissions-Marge (total)

### Historische und prognostizierte Fee- und Kommissions-Marge (total) in BP



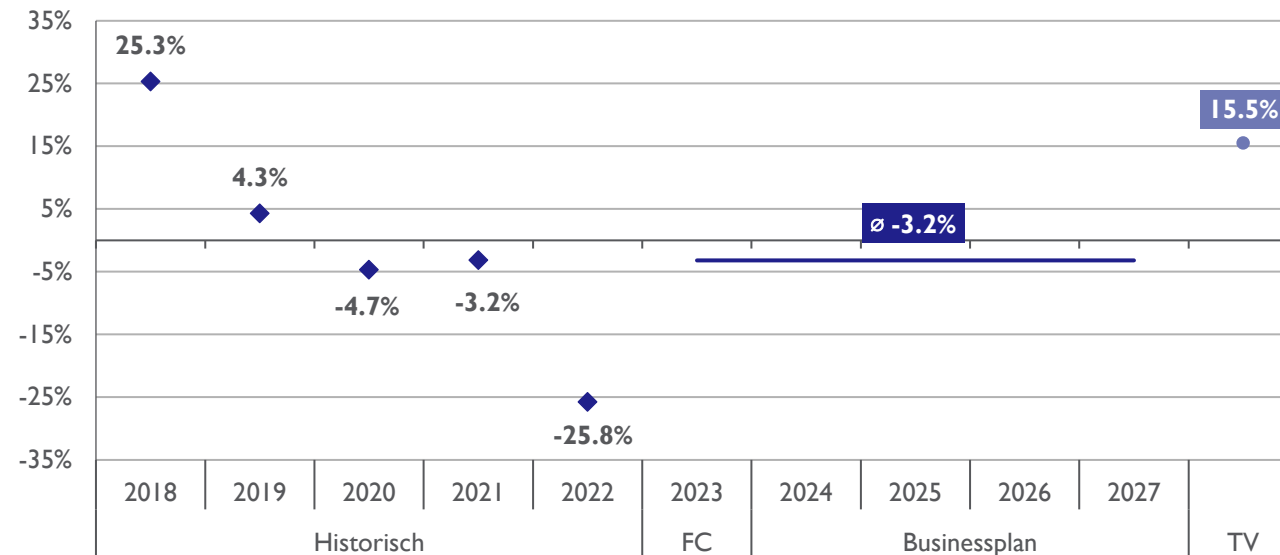
Quellen: Geschäftsberichte und Management-Angaben von GAM.

Analog zum Rückgang der AuM ist die Fee- und Kommissions-Marge (total) seit 2018 rückläufig. Das Management von GAM geht davon aus, dass sich diese Marge innerhalb des Planungszeitraums erholen wird. Die erwartete, durchschnittliche Fee- und Kommissions-Marge (total) für den Zeitraum von GJ 2023 bis 2027 beträgt 24.0 BP. Die durchschnittliche Fee- und Kommissions-Marge (total) wird daher voraussichtlich unter dem im GJ 2019 beobachteten Niveau sowie deutlich unter dem Niveau liegen, das vor der Suspendierung des Investment Directors im GJ 2018 erreicht wurde.

Nach dem GJ 2027 rechnet das Management mit einer nachhaltigen Fee- und Kommissions-Marge (total) von 26.1 BP. Diese Erwartung basiert gemäss Angaben des Managements von GAM auf einer Verlagerung des Produktmixes hin zu margenstärkeren Produkten innerhalb des Segments Investment Management. Es wird jedoch davon ausgegangen, dass die nachhaltige Fee- und Kommissions-Marge (total) unter dem im GJ 2018 beobachteten historischen Niveau liegt.

## Annahmen zur operativen Umsatzrendite

### Historische und prognostizierte operative Umsatzrendite



Quellen: Geschäftsberichte und Management-Angaben von GAM.

In den vergangenen Jahren konnte der Rückgang der AuM und der Fee- und Kommissions-Erfolge (total) nicht durch eine Senkung des Personalaufwands und des sonstigen Aufwands kompensiert werden, was ab dem GJ 2020 zu einer negativen operativen Umsatzrendite führte mit einem historischen Tiefstand im GJ 2022 von -25.8%. Das Management von GAM erwartet eine Erholung der operativen Umsatzrendite zwischen dem GJ 2023 und dem GJ 2027 auf ein weiterhin negatives Niveau von durchschnittlich -3.2%. Nach Angaben des Managements von GAM ist die Verbesserung der operativen Umsatzrendite auf die Erholung der Fee-Einnahmen sowie auf Effizienzsteigerungen zurückzuführen, insbesondere durch die Nutzung der neuen Betriebsplattform, die derzeit eingeführt wird.

Das Management von GAM geht davon aus, dass langfristig eine nachhaltige operative Umsatzrendite von 15.5% erzielt werden kann und diese somit deutlich über der durchschnittlichen operativen Umsatzrendite von -3.2% liegt, die für die Detailplanperiode geschätzt wird. Voraussetzung dafür ist die erfolgreiche Umsetzung des Turnarounds.



## Steuern

Basierend auf Schätzungen des Managements von GAM kommt nach der Detailplanperiode ein nachhaltiger Steuersatz von 25.0% zur Anwendung.

## Bestimmung der erwarteten, potenziell ausschüttbaren Dividenden

Die erwarteten, potenziell ausschüttbaren Dividenden werden unter Berücksichtigung der Liquiditäts- und Kapitalanforderungen von GAM während der Detailplanperiode sowie darüber hinaus ermittelt. Die regulatorischen Anforderungen sowie die internen Ziele in Bezug auf Liquidität und Kapital werden als Schwellenwerte definiert, die erreicht werden müssen, bevor eine Dividende ausgeschüttet werden kann:

- In Bezug auf die Liquidität definiert die Summe aus den aufsichtsrechtlichen Liquiditätsanforderungen und den internen Liquiditätszielen den Mindestbetrag an flüssigen Mitteln, der jederzeit verfügbar sein muss. Es können nur flüssige Mittel, die über diesem Mindestbetrag liegen, ausgeschüttet werden.
- Die gruppeninternen Kapitalanforderungen, die über die aufsichtsrechtlichen Kapitalanforderungen von GAM hinausgehen, müssen erfüllt sein, damit GAM in der Lage ist, eine erwartete, potenzielle Dividende in der DDM-Bewertung auszuschütten.

Wie oben beschrieben, handelt es sich beim vorliegenden Businessplan um einen Turnaround-Fall. Falls der Turnaround erfolgreich umgesetzt werden kann, resultieren im Anschluss an die Detailplanperiode wieder potenziell ausschüttbare Dividenden. Die nachhaltig potenziell ausschüttbare Dividende wird auf der Grundlage einer Ausschüttungsquote<sup>35</sup> ermittelt, die das nachhaltige Wachstum des Kapitalbedarfs von GAM berücksichtigt. Dies bedeutet, dass ein Teil des erwirtschafteten Reingewinns einbehalten werden muss, um den wachsenden internen Kapitalbedarf der Gruppe zu decken. Aufgrund dieses Kapitalbedarfs wird die nachhaltige Ausschüttungsquote im GJ 2033 erreicht. Wir wenden daher ein zweistufiges Terminal-Value-Modell an, das eine durchschnittliche Ausschüttungsquote von 83.7% zwischen GJ 2028 und GJ 2032 sowie danach eine nachhaltige Ausschüttungsquote von 95.1% berücksichtigt.

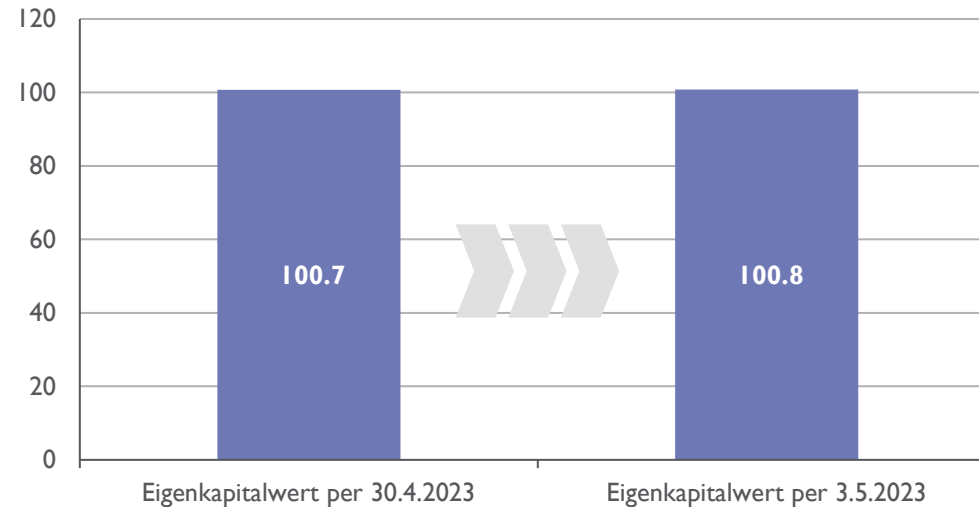
## Bestimmung des Eigenkapitalwerts

Die Diskontierung der erwarteten, potenziell ausschüttbaren Dividenden der Detailplanperiode sowie des Terminal Value mit dem Eigenkapitalkostensatz von 15.00%<sup>36</sup> ergibt einen Eigenkapitalwert per 30. April 2023 von CHF 100.7 Mio. Der Eigenkapitalwert von GAM wird schliesslich auf den Bewertungsstichtag aufgezinst. Daraus ergibt sich ein Eigenkapitalwert per 3. Mai 2023 von CHF 100.8 Mio.

<sup>35</sup> Ausschüttungsquote = ausschüttbare Dividende / Reingewinn.

<sup>36</sup> Vgl. Anhang (Abschnitt 5.1) für ausführliche Informationen zur Berechnung des Eigenkapitalkostensatzes.

### Bestimmung des Eigenkapitalwerts von GAM per 3. Mai 2023 (in CHF Mio.)



Quelle: IFBC.

Berechnung des Werts pro  
Aktie in CHF

Per 3. Mai 2023 sind insgesamt 159'682'531 GAM-Aktien ausgegeben. Nach Angaben des Managements von GAM werden die eigenen Aktien (476'093 im Besitz von GAM und 900'856 im Besitz des Employee Benefit Trust<sup>37</sup>) für aktienbasierte Vergütungen verwendet und schliesslich Teil des Free Float der GAM-Aktien werden. Daher wird die Anzahl der eigenen Aktien nicht von der Anzahl der ausgegebenen Aktien abgezogen. Zudem werden die ausstehenden Verpflichtungen aus dem Aktienplan mit den bestehenden Aktien bedient, weshalb keine Kapitalerhöhung zur Erfüllung dieser Verpflichtungen geplant ist. Wir berücksichtigen daher in unserer Bewertung sämtliche 159'682'531 Namenaktien, die per 3. Mai 2023 ausgegeben sind. Dividiert man den Eigenkapitalwert per 3. Mai 2023 durch diese Anzahl Aktien, so resultiert ein Wert pro Aktie von CHF 0.63.

<sup>37</sup> Quelle: Management von GAM.

## Sensitivitätsanalysen in Bezug auf den Wert pro Aktie von GAM per 3. Mai 2023 (in CHF)

		Eigenkapitalkostensatz				
		15.50%	15.25%	15.00%	14.75%	14.50%
Fee- und Kommissions- Marge (total)	28 BP	0.65	0.67	0.69	0.71	0.73
	27 BP	0.62	0.64	0.66	0.68	0.70
	26 BP	0.59	0.61	0.63	0.65	0.67
	25 BP	0.57	0.58	0.60	0.62	0.64
	24 BP	0.54	0.55	0.57	0.59	0.61

		Eigenkapitalkostensatz				
		15.50%	15.25%	15.00%	14.75%	14.50%
Nachhaltige operative Umsatzrendite	16.5%	0.64	0.66	0.68	0.70	0.72
	16.0%	0.62	0.64	0.66	0.68	0.70
	15.5%	0.59	0.61	0.63	0.65	0.67
	15.0%	0.57	0.59	0.61	0.63	0.65
	14.5%	0.55	0.56	0.58	0.60	0.62

Quelle: IFBC.

In den Sensitivitätsanalysen werden die Auswirkungen von Veränderungen der Fee- und Kommissions-Marge (total), der nachhaltigen operativen Umsatzrendite sowie des Eigenkapitalkostensatzes auf den Wert pro Aktie von GAM analysiert. Bei einer Veränderung des Eigenkapitalkostensatzes um  $\pm 50$  BP und einer Veränderung der Fee- und Kommissions-Marge (total) im Terminal Value um  $\pm 2$  BP resultiert eine Wertbandbreite von CHF 0.54 bis CHF 0.73.

Bei einer Veränderung des Eigenkapitalkostensatzes um  $\pm 50$  BP und einer Veränderung der nachhaltigen operativen Umsatzrendite im Terminal Value um  $\pm 100$  BP resultiert eine Bandbreite für den Wert pro Aktie von GAM von CHF 0.55 bis CHF 0.72.

## Zusammenfassung

- Der DDM-Bewertungsansatz zur Ermittlung des Eigenkapitalwerts entspricht der anerkannten Best Practice zur Bewertung von Finanzdienstleistungsunternehmen. Insbesondere im vorliegenden Fall, in welchem sich das Unternehmen in einer Turnaround-Situation befindet, ist der DDM-Bewertungsansatz die zuverlässigste Bewertungsmethode, da damit die besonderen Umstände des Unternehmens berücksichtigt werden können.
- Die Annahmen zu den erwarteten, potenziell ausschüttbaren Dividenden basieren auf dem vom VR am 3. März 2023 genehmigten Businessplan sowie den entsprechenden Management-Angaben.
- Für die Bewertung wird ein Eigenkapitalkostensatz von 15.00 % angewendet.
- Der resultierende Wert pro Aktie per 3. Mai 2023 beträgt CHF 0.63.
- Die Sensitivitätsanalysen ergeben eine Wertbandbreite für den Wert je Aktie von CHF 0.54 bis CHF 0.73.

### 3.3 Multiples-Bewertung

Die Bewertung anhand von Trading und Transaction Multiples erfolgt zur Plausibilisierung der im Rahmen der DDM-Bewertung ermittelten Werte pro Aktie.

Bewertung basierend auf  
Trading Multiples

Für die Bewertung auf Basis von Trading Multiples wurde eine Peer Group aus vergleichbaren börsenkotierten Unternehmen definiert.<sup>38</sup> Das Verhältnis zwischen Marktkapitalisierung und AuM («P/AuM-Multiple») ist der gängigste Multiplikator zur Bewertung von Asset-Management-Gesellschaften.<sup>39</sup> Aufgrund des Geschäftsmodells von GAM entfallen jedoch 69% der durchschnittlichen AuM auf das Segment Fund Management Services, in welchem eine deutlich niedrige Management-Fee-Marge von rund 4 BP erzielt wird. Die Asset Manager in der Peer Group erwirtschaften Management-Fee-Margen, die eher mit dem Investment-Management-Segment von GAM vergleichbar sind (51.0 BP im GJ 2022). Die Anwendung eines P/AuM-Multiple, der auf höheren Management-Fee-Margen basiert, auf die gesamten AuM von GAM würde daher den Eigenkapitalwert von GAM deutlich überschätzen. Aufgrund mangelnder kotierter Vergleichsunternehmen für das Segment Fund Management Services konnte kein separater P/AuM-Multiple für die beiden Geschäftssegmente abgeleitet werden. Wir sehen daher von einer Bewertung von GAM basierend auf einem P/AuM-Multiple ab.

Um den Unterschieden bei den Management-Fee-Margen in der Multiple-Analyse Rechnung zu tragen, wird GAM anhand eines Price-Earnings-Multiple («P/E-Multiple», Verhältnis zwischen Marktkapitalisierung und Reingewinn) bewertet. Da GAM derzeit Verluste macht, ist die Anwendung eines P/E-Multiple auf den aktuellen Reingewinn nicht möglich. Das Management von GAM hat jedoch einen Businessplan erstellt, der einen Turnaround vorsieht. Die Anwendung eines P/E-Multiple ergibt nur dann ein sinnvolles Resultat, wenn dieser auf den Reingewinn angewendet wird, der nach erfolgreichem Turnaround zu erwarten ist. Wir ermitteln daher einen nachhaltigen P/E-Multiple basierend auf historischen Werten der Peer Group. Die historischen P/E-Multiples werden auf Basis der Marktkapitalisierungen und Reingewinne der Peers zum Ende der GJ 2018 bis 2022 sowie über die letzten zwölf Monate (Last twelve months, «LTM») per 30. April 2023 abgeleitet.

Bei der Bewertung auf der Grundlage von Trading Multiples werden relative Unterschiede bei den impliziten Size Premia berücksichtigt. Der sich daraus ergebende nachhaltige und grössenbereinigte P/E-Multiple wird auf den

<sup>38</sup> Vgl. Anhang (Abschnitt 5.3) für eine detaillierte Übersicht zu den ausgewählten Peer-Group-Unternehmen für die Analyse der Trading Multiples.

<sup>39</sup> Vgl. M. Bigelli & F. Manuzzi, The valuation of asset management firms. Corporate Ownership & Control, 16(4), 103-110 (2019).

Reingewinn angewandt, den GAM am Ende der Detailplanperiode (GJ 2027) prognostiziert, was zu einem Eigenkapitalwert für GAM per Dezember 2027 führt.

Dieser Wert wird mit dem Eigenkapitalkostensatz diskontiert, wodurch der Eigenkapitalwert von GAM per 3. Mai 2023 resultiert. Der Eigenkapitalwert wird durch die Anzahl der Aktien geteilt, um den Wert pro Aktie zu erhalten. Die Bewertung basierend auf Trading Multiples ergibt per 3. Mai 2023 eine Bandbreite für den Wert pro Aktie zwischen CHF 0.62 und CHF 1.07 mit einem Medianwert pro Aktie von CHF 0.77.

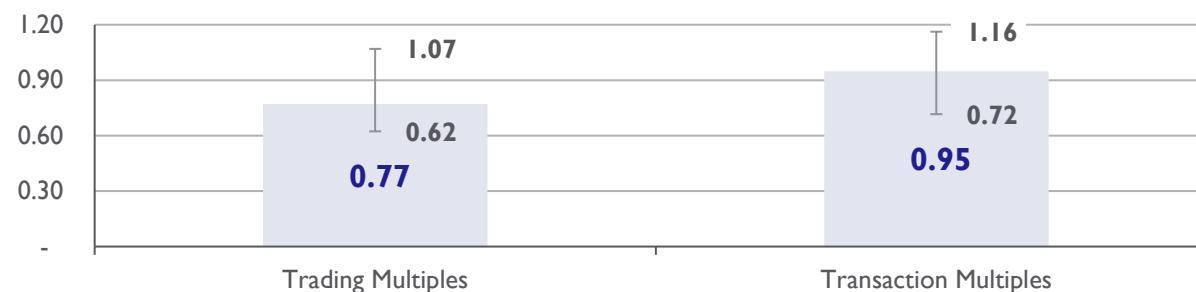
Bewertung basierend auf  
Transaction Multiples

Im Rahmen der Analyse der Transaction Multiples wird der Unternehmenswert auf der Grundlage von beobachtbaren Transaktionen vergleichbarer Unternehmen in Westeuropa und den USA bestimmt. Dabei wurden Unternehmenstransaktionen zwischen dem 1. Januar 2014 und dem 30. April 2023 analysiert und die P/E-Multiples<sup>40</sup> dieser vergleichbaren Transaktionen zur Bewertung von GAM verwendet. Die angewandten P/E-Multiples werden um die relativen Unterschiede bei den impliziten Size Premia bereinigt, womit ein grössenbereinigter Transaction Multiple resultiert.<sup>41</sup>

Analog zu den Trading Multiples werden die Transaction Multiples auf den Reingewinn angewandt, den GAM per Ende der Detailplanperiode (GJ 2027) prognostiziert. Nach Diskontierung des resultierenden Eigenkapitalwerts auf den Bewertungsstichtag wird der Wert pro Aktie analog der Trading Multiples berechnet. Daraus ergibt sich ein Wert je Aktie von GAM von CHF 0.95 mit einer Wertbandbreite zwischen CHF 0.72 und CHF 1.16.

Bewertungsergebnisse auf  
der Grundlage von P/E-  
Multiples

#### Wert pro Aktie von GAM per 3. Mai 2023 anhand der Multiples-Bewertung (in CHF)



Definierte Bandbreite entspricht dem Interquartilsabstand (25%-Quartil bis 75%-Quartil).

Quellen: Refinitiv Eikon, IFBC-Analyse.

<sup>40</sup> Von Refinitiv Eikon abgeleitete Multiples.

<sup>41</sup> Vgl. Anhang (Abschnitt 5.4) für eine detaillierte Übersicht zu den ausgewählten Transaktionen.

Obwohl lediglich Vergleichsunternehmen selektiert wurden, die in der Asset-Management-Branche tätig sind, können sowohl die Geschäftsmodelle als auch die individuelle Situation der Peer-Group-Unternehmen entscheidend voneinander abweichen. IFBC beurteilt die Aussagekraft der Bewertung anhand von Trading und Transaction Multiples als eingeschränkt. Dies insbesondere, da sie die Turnaround-Situation von GAM nicht angemessen widerspiegeln können. Demzufolge ist die DDM-Bewertung die zuverlässigere Methode zur Bestimmung des Werts pro Aktie von GAM.

## **Zusammenfassung**

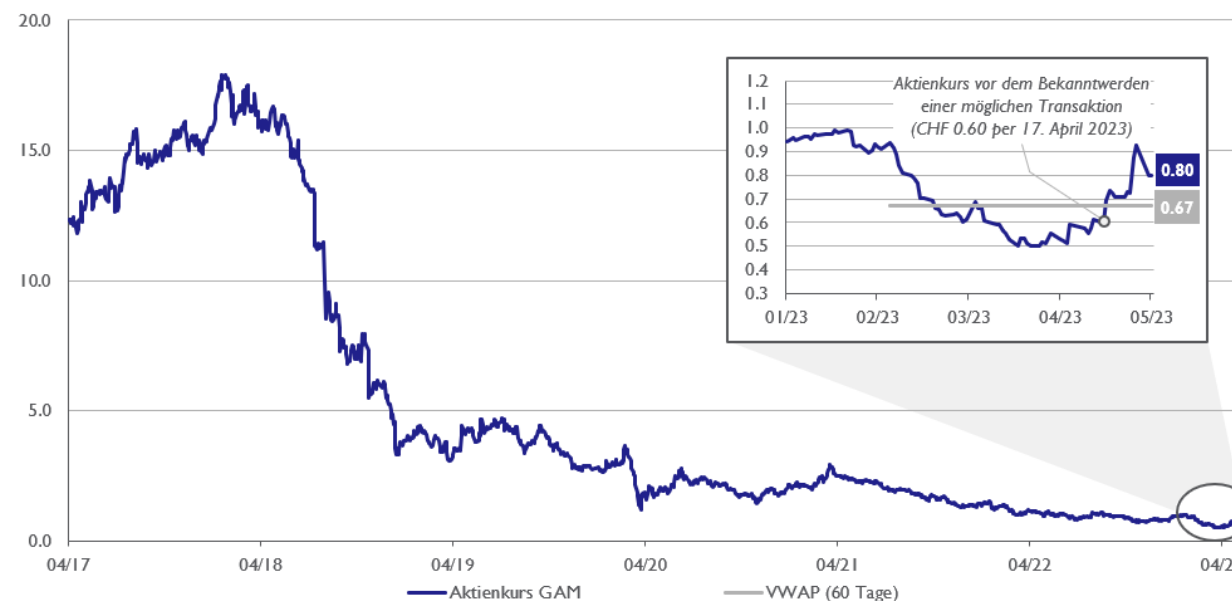
- Zur Plausibilisierung des DDM-Werts werden Bewertungen basierend auf Trading und Transaction Multiples vorgenommen.
- Die Bewertung auf Basis von Trading Multiples ergibt einen durchschnittlichen Wert pro Aktie zwischen CHF 0.62 und CHF 1.07 (Median CHF 0.77).
- Bei Anwendung der Transaction Multiples resultiert ein Wert pro Aktie von CHF 0.95 mit einer Wertbandbreite von CHF 0.72 bis CHF 1.16.
- IFBC ist der Ansicht, dass die Aussagekraft der Multiples-Bewertungen eingeschränkt ist, da sich sowohl das Geschäftsmodell als auch die einzigartige Situation von GAM, die sich in einer angespannten Turnaround-Situation befindet, deutlich von den Vergleichsunternehmen unterscheiden.

### 3.4 Aktienkursanalyse und Analystenerwartungen

#### Entwicklung des Aktienkurses

Zwischen April 2017 und dem 3. Mai 2023 wurde der höchste Aktienkurs von CHF 17.92 im Januar 2018 erreicht. Nach der Suspendierung eines Investment Directors fiel der Aktienkurs von GAM im GJ 2018 deutlich und erholte sich seither nicht mehr. Ende des GJ 2019 handelten die GAM-Aktien zu CHF 2.80 und fielen während der durch COVID-19 verursachten Marktkorrektur weiter. Der tiefste Aktienkurs in der nachfolgenden Grafik (CHF 0.50) wurde am 24. März 2023 erreicht und lag um 97.2% unter dem höchsten Aktienkurs in diesem Zeitraum. Infolge eines Leaks über die potenzielle Transaktion kam es in der zweiten Hälfte des Monats April 2023 zu erheblichen Schwankungen des Aktienkurses von GAM. Der Schlusskurs der GAM-Aktie lag per 17. April 2023, dem Tag vor dem Bekanntwerden der potenziellen Transaktion, bei CHF 0.60 und stieg bis zum 3. Mai 2023 auf CHF 0.80. Der VWAP der letzten 60 Handelstage betrug per 3. Mai 2023 CHF 0.67.<sup>42</sup>

#### Entwicklung des Aktienkurses von GAM seit April 2017 (in CHF)



Quelle: Refinitiv Eikon.

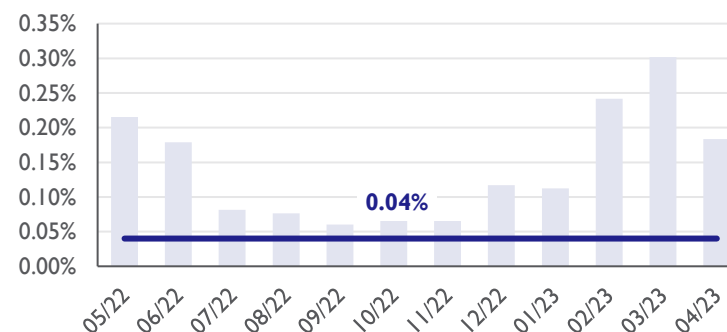
<sup>42</sup> Quelle: SIX Swiss Exchange.

## Liquiditätsanalyse

Gemäss dem geltenden Übernahmerecht werden Aktien von Unternehmen, die im Swiss Leader Index («SLI») geführt werden, als liquide eingestuft. Weiter sind Titel, die nicht Teil des SLI sind, als liquide zu klassifizieren, «sofern der monatliche Median des Tagesvolumens eines Titels im Verhältnis zum Streubesitz (Free Float) in 10 der 12 Monate vor der Veröffentlichung des Angebots oder der Voranmeldung mindestens 0.04% betragen hat».<sup>43</sup> Da die Aktien von GAM nicht Teil des SLI sind, erfolgt die Prüfung der Liquidität der Aktie basierend auf der Analyse des Handelsvolumens.

Wie aus der Abbildung rechts hervorgeht, ist der Median des Handelsvolumens der GAM-Aktie während des 12-Monate-Zeitraums vor der Veröffentlichung des Angebots in allen Monaten höher als der geltende Schwellenwert. Folglich sind die Aktien von GAM nach schweizerischem Übernahmerecht als liquide zu beurteilen. Der Aktienkurs von GAM ist entsprechend nach schweizerischem Übernahmerecht eine valide Referenz zur Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des impliziten Angebotspreises.

**Monatliche Medianwerte der Anzahl der gehandelten GAM-Aktien, in % des Free Float**



Quellen: Refinitiv Eikon, SIX, IFBC-Analyse.

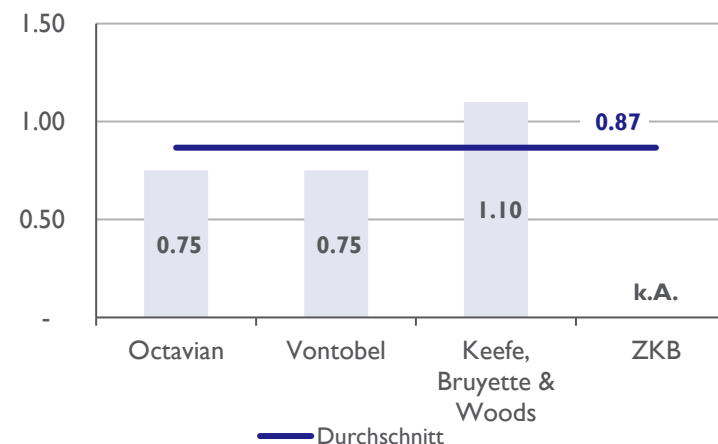
<sup>43</sup> Vgl. Übernahmekommission: UEK Rundschreiben Nr. 2 Liquidität im Sinn des Übernahmerechts, 26. Februar 2010.



## Kursziele der Analysten

Aktuell wird GAM von 4 Analysten abgedeckt. Die Kursziele wurden zuletzt zwischen Oktober 2022 und Januar 2023 aktualisiert und liegen zwischen CHF 0.75 und CHF 1.10. Das durchschnittliche Kursziel liegt bei CHF 0.87. Mit CHF 0.6723 liegt das Angebot 22.4% unter dem Durchschnitt der Analysten-Kursziele. Da die Kursziele der Analysten allerdings vor der Veröffentlichung des Jahresberichts für das GJ 2022 publiziert wurden, spiegeln sie nicht das volle Ausmass der schwierigen Situation von GAM wider. Die Kursziele der Analysten sind daher kein verlässlicher Anhaltspunkt für die Bestimmung des Werts pro Aktie von GAM per 3. Mai 2023.

## Kursziele der Analysten pro Aktie (in CHF)



Quellen: Analystenberichte.<sup>44</sup>

## Zusammenfassung

- Die Aktien von GAM sind im Sinne des geltenden schweizerischen Übernahmerechts als liquide zu beurteilen. Somit wird der Aktienkurs im Rahmen der Fairness Opinion zur Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Angebots von Liontrust mitberücksichtigt.
- Am letzten Handelstag vor der Ankündigung einer möglichen Übernahme durch die Anbieterin (3. Mai 2023) schloss der Aktienkurs von GAM bei CHF 0.80. Der VWAP der letzten 60 Handelstage betrug an diesem Tag CHF 0.67 und entspricht dem impliziten Angebotspreis.
- Der implizite Angebotspreis liegt unter dem Aktienkurs von GAM vom 3. Mai 2023, jedoch über dem Aktienkurs vom 17. April 2023, dem Tag vor Bekanntwerden einer möglichen Transaktion.
- Die Kursziele der Analysten liegen zwischen CHF 0.75 und CHF 1.10 mit einem Durchschnitt von CHF 0.87 pro Aktie. Allerdings wurde das letzte dieser Kursziele im Januar 2023 veröffentlicht. Daher spiegeln die Kursziele der Analysten nicht die derzeitige angespannte Turnaround-Situation von GAM wider und sind keine verlässliche Referenz für die Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Angebots.

<sup>44</sup> Octavian, Vontobel und Keefe, Bruyette & Woods: Kursziele per Oktober 2022 und Januar 2023. Die ZKB veröffentlicht kein Kursziel für GAM.

## Fairness Opinion GAM

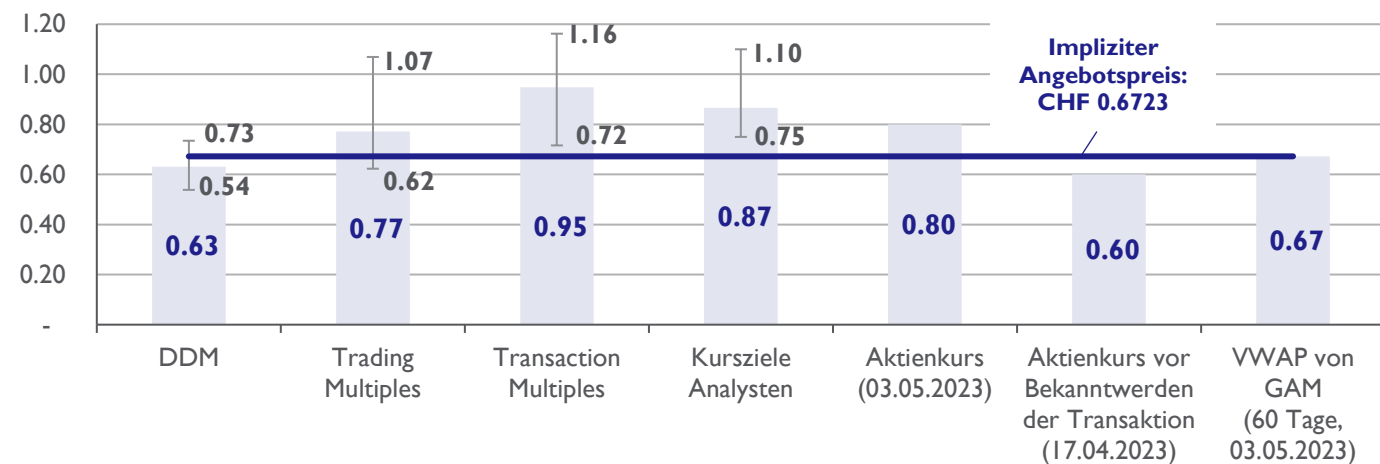
### **4 Beurteilung**

## 4 Beurteilung

IFBC gelangt auf Basis der vorangehend beschriebenen Analysen und unter Auswertung und Beurteilung aller zur Verfügung gestellten Informationen zu folgender Einschätzung hinsichtlich der finanziellen Angemessenheit des öffentlichen Umtauschangebots durch Liontrust am 4. Mai 2023 für die ausstehenden Aktien von GAM:

Übersicht zu den  
Bewertungsergebnissen

Übersicht zu den Bewertungsergebnissen für GAM per 3. Mai 2023 (Wert pro Aktie in CHF)



Quelle: IFBC.

- Gemäss Best Practice haben wir eine Reihe von Bewertungsmethoden angewandt, um den Wert pro Aktie von GAM zu bestimmen.
- Die Bewertung mittels DDM-Methode ergibt per 3. Mai 2023 einen Wert pro Aktie von CHF 0.63 mit einer Wertbandbreite zwischen CHF 0.54 und CHF 0.73. Die nachhaltige Fee- und Kommissions-Marge (total), die nachhaltige operative Umsatzrendite sowie der Eigenkapitalkostensatz sind die wichtigsten Werttreiber der Bewertung. Dem Resultat der DDM-Bewertung wird im Rahmen dieser Fairness Opinion die grösste Bedeutung beigemessen, da mit diesem Ansatz den unternehmensspezifischen Gegebenheiten von GAM am besten Rechnung getragen wird.
- Bei einer Bewertung mittels Trading Multiples resultiert per 3. Mai 2023 eine Wertbandbreite von CHF 0.62 bis CHF 1.07 pro Aktie. Die Anwendung von Transaction Multiples führt zu einer Wertbandbreite von CHF 0.72 bis CHF 1.16 pro Aktie. Trotz der sorgfältigen Auswahl von Vergleichsunternehmen beurteilen wir die Aussagekraft

der Bewertung anhand von Multiples als eingeschränkt, da die spezifische Situation und der erwartete Turnaround von GAM durch die Vergleichsunternehmen nicht abgebildet werden.

- Die Aktien von GAM sind aufgrund des Handelsvolumens nach schweizerischem Übernahmerecht als liquide zu beurteilen. Deshalb können sowohl der Aktienkurs als auch der VWAP der letzten 60 Handelstage zur Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Angebots durch Liontrust mitberücksichtigt werden.
- Basierend auf dem VWAP der Liontrust-Aktien über die letzten 60 Handelstage per letztem Handelstag vor der Veröffentlichung der Vorankündigung (GBP 10.19 per 3. Mai 2023) und dem durchschnittlichen Wechselkurs von 1.1197 über die letzten 60 Handelstage entspricht das angebotene Umtauschverhältnis einem impliziten Angebotspreis von CHF 0.6723 pro GAM-Aktie. Das Angebot enthält somit einen Abschlag von 16.0% gegenüber dem Schlusskurs der GAM-Aktie vor Veröffentlichung (CHF 0.80) und entspricht dem 60-Tage-VWAP der GAM-Aktie (CHF 0.67). Verglichen mit dem Schlusskurs vor Bekanntwerden einer möglichen Transaktion (CHF 0.60) am 17. April 2023 beträgt die Prämie 12.1%.
- Die Kursziele der Analysten liegen zwischen CHF 0.75 und CHF 1.10 pro Aktie bei einem Durchschnitt von CHF 0.87. Das aktuellste Kursziel wurde jedoch im Januar 2023 veröffentlicht. Daher spiegeln die Kursziele der Analysten die derzeitige angespannte Turnaround-Situation von GAM nicht wider und sind folglich keine verlässliche Referenz für die Bewertung des Angebots.

Abschliessende Beurteilung  
des Angebots

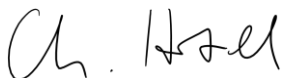
Aufgrund unserer Analysen und Wertüberlegungen sowie der präsentierten Ergebnisse beurteilt IFBC den impliziten Angebotspreis von CHF 0.6723 je Aktie aus finanzieller Sicht als fair. Diese Konklusion basiert auf den folgenden Überlegungen:

1. Der implizite Angebotspreis wird durch die DDM-Bewertung gestützt. Diesem Bewertungsansatz wird die grösste Bedeutung beigemessen, da damit die besonderen Umstände von GAM erfasst werden können. Andere Bewertungsmethoden berücksichtigen den vom Management von GAM in ihrem Businessplan dargelegten Turnaround ungenügend.
2. Der implizite Angebotspreis liegt innerhalb der Wertbandbreite, die sich aus der Anwendung von Trading Multiples ergibt.
3. Per 3. Mai 2023 entspricht der implizite Angebotspreis dem VWAP der letzten 60 Handelstage und ist höher als der Preis der GAM-Aktien vor Bekanntwerden einer potenziellen Transaktion.

Zürich, 12. Juni 2023



Dr. Thomas Vettiger  
Managing Partner



Christian Hirzel  
Partner

# Fairness Opinion GAM

## 5 Anhang

5.1	Eigenkapitalkostensatz	Seite 46
5.2	Beta-Analyse	Seite 47
5.3	Trading Multiples	Seite 48
5.4	Transaction Multiples	Seite 49
5.5	Abkürzungsverzeichnis	Seite 50

## 5 Anhang

### 5.1 Eigenkapitalkostensatz

Parameter	Wert	Kommentar
Währungsgewichteter, risikoloser Zinssatz	2.80%	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Rendite der 10-jährigen Staatsanleihen (gerundet) der für GAM relevanten Währungen, gewichtet basierend auf einer nachhaltigen Aufteilung der Erträge und Aufwendungen.</li> <li>■ Quelle: Refinitiv Eikon.</li> </ul>
Marktrisikoprämie	6.00%	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Die Marktrisikoprämie entspricht der langfristigen Differenz zwischen der Rendite des Marktportfolios und dem risikolosen Zinssatz und korrespondiert mit der zusätzlichen Prämie, die ein Investor für ein Aktieninvestment gegenüber einer risikolosen Anlage erwartet. In Übereinstimmung mit der Best Practice wird eine nachhaltige implizite Marktrisikoprämie von 6.00% berücksichtigt. Quelle: IFBC.</li> </ul>
Levered Beta	1.23	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Das Levered Beta misst das systematische Risiko und widerspiegelt sowohl das operative als auch das finanzielle Risiko eines Unternehmens.</li> <li>■ Um die statistische Aussagekraft der Beta-Analyse zu erhöhen, wird nicht nur das Beta von GAM analysiert, sondern auch statistisch signifikante Betas von Peer-Group-Unternehmen.</li> <li>■ Das durchschnittliche Levered Beta wird per 30. April 2023 (letztes Monatsende vor dem Bewertungsstichtag) basierend auf wöchentlichen Renditen über einen Zeitraum von 2 Jahren berechnet (vgl. Anhang 5.2).</li> <li>■ Quelle: Refinitiv Eikon.</li> </ul>
<b>Eigenkapitalrisikoprämie</b>	<b>7.38%</b>	
Size Premium	4.83%	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Empirie und Praxis zeigen, dass kleinere Unternehmen im Vergleich zu Unternehmen mit hoher Marktkapitalisierung signifikant höhere Eigenkapitalkosten aufweisen.</li> <li>■ Aus diesem Grund wird ein Size Premium berücksichtigt. Das Size Premium wird mittels statistischer Methoden auf Basis der Marktkapitalisierung des Unternehmens hergeleitet.</li> <li>■ Basierend auf der Marktkapitalisierung von GAM von USD 161 Mio. (per 30. April 2023) wird ein Size Premium von 4.83% (entsprechend dem 10. Dezil der von Kroll ermittelten Size Premia) angewendet.</li> <li>■ Quellen: Refinitiv Eikon und Kroll, Stand: 31. Dezember 2022.</li> </ul>
<b>Eigenkapitalkostensatz (auf 10 BP gerundet)</b>	<b>15.00%</b>	

## 5.2 Beta-Analyse per 30. April 2023

Unternehmen	Land	Lokalwährung	Marktwert des Eigenkapitals <sup>1)</sup> in CHF Mio.	Levered adj. Beta <sup>2)</sup>
Abrdn PLC	Vereinigtes Königreich	GBP	4'966	1.43
Affiliated Managers Group Inc	USA	USD	7'617	1.35
Amundi SA	Frankreich	EUR	12'050	1.19
Anima Holding SpA	Italien	EUR	1'354	1.23
Artisan Partners Asset Management Inc	USA	USD	2'053	1.31
Ashmore Group PLC	Vereinigtes Königreich	GBP	2'012	1.26
Azimut Holding SpA	Italien	EUR	2'976	1.05
Bellevue Group AG	Schweiz	CHF	479	1.04
BlackRock Inc	USA	USD	95'528	1.33
Brightsphere Investment Group Inc	USA	USD	947	1.09
DWS Group GmbH & Co KgaA	Deutschland	EUR	5'948	1.17
Federated Hermes Inc	USA	USD	3'236	0.88
Franklin Resources Inc	USA	USD	15'387	1.22
GAM Holding AG	Schweiz	CHF	104	0.77
GAMCO Investors Inc	USA	USD	354	0.90
Invesco Ltd	USA	USD	11'489	1.29
Janus Henderson Group PLC	Vereinigtes Königreich	USD	3'973	1.37
JTC PLC	Jersey	GBP	1'188	1.23
Jupiter Fund Management PLC	Vereinigtes Königreich	GBP	836	1.27
Liontrust Asset Management PLC	Vereinigtes Königreich	GBP	783	1.40
M&G PLC	Vereinigtes Königreich	GBP	5'590	1.27
Man Group PLC	Vereinigtes Königreich	USD	3'621	1.25
Ninety One PLC	Vereinigtes Königreich	GBP	1'943	1.16
Polar Capital Holdings PLC	Vereinigtes Königreich	GBP	546	0.98
Premier Miton Group PLC	Vereinigtes Königreich	GBP	191	0.99
Schroders PLC	Vereinigtes Königreich	GBP	8'700	1.07
T Rowe Price Group Inc	USA	USD	23'711	1.40
<b>Median</b>			<b>2'976</b>	<b>1.23</b>

1) Basierend auf durchschnittlichen Closing-Aktienkursen der letzten 3 Monate; inkl. Vorzugskapital und Minderheitsanteile (Buchwerte).

2) Berechnet basierend auf wöchentlichen Renditen über 2 Jahre. Quelle: Refinitiv Eikon.

In der Analyse nicht berücksichtigt aufgrund fehlender statistischer Signifikanz.

### 5.3 Trading Multiples - historische P/E-Multiples per 30. April 2023 (LTM) und 31. Dezember

Unternehmen	Historische P/E-Multiples (größenadjustiert)					
	12/18	12/19	12/20	12/21	12/22	04/23 LTM
Abrdn PLC	6.0x	20.1x	5.1x	3.5x	n/a	n/a
Affiliated Managers Group Inc	14.6x	185.2x	15.9x	8.8x	4.6x	3.9x
Amundi SA	7.4x	9.8x	9.9x	7.2x	6.8x	7.3x
Anima Holding SpA	7.1x	8.5x	6.6x	5.0x	7.8x	7.1x
Artisan Partners Asset Management Inc	4.6x	7.3x	9.0x	5.8x	6.4x	7.3x
Ashmore Group PLC	11.1x	13.9x	9.7x	8.8x	13.2x	13.2x
Azimut Holding SpA	7.6x	5.7x	4.5x	3.8x	5.1x	5.0x
Bellevue Group AG	10.6x	18.2x	13.4x	9.2x	14.2x	n/a
BlackRock Inc	9.4x	11.2x	14.4x	15.2x	13.2x	12.4x
Brightsphere Investment Group Inc	6.2x	3.1x	4.0x	1.8x	6.5x	8.1x
DWS Group GmbH & Co KgaA	8.1x	8.4x	8.5x	6.2x	6.9x	6.8x
Federated Hermes Inc	7.9x	7.9x	6.0x	9.2x	9.2x	9.7x
Franklin Resources Inc	11.6x	7.8x	7.9x	6.5x	6.9x	7.7x
GAM Holding AG	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
GAMCO Investors Inc	2.8x	4.5x	5.8x	6.6x	4.4x	n/a
Invesco Ltd	5.3x	7.8x	7.2x	4.5x	6.1x	6.1x
Janus Henderson Group PLC	5.3x	7.3x	24.5x	7.7x	6.9x	7.8x
Jtc PLC	n/a	19.5x	46.0x	32.7x	23.4x	20.8x
Jupiter Fund Management PLC	6.6x	10.6x	9.7x	6.9x	11.0x	9.6x
Liontrust Asset Management PLC	12.7x	27.8x	23.4x	19.0x	8.0x	5.9x
M&G PLC	n/a	3.6x	3.0x	41.9x	n/a	n/a
Man Group PLC	7.0x	8.0x	14.2x	6.2x	4.0x	5.3x
Ninety One PLC	n/a	n/a	9.6x	9.3x	7.2x	7.7x
Polar Capital Holdings PLC	7.2x	9.2x	8.7x	11.2x	8.1x	8.8x
Premier Miton Group PLC	12.3x	16.3x	21.9x	17.1x	16.3x	13.9x
Schroders PLC	9.2x	12.6x	12.9x	10.7x	9.7x	10.5x
T Rowe Price Group Inc	8.2x	9.0x	9.2x	9.3x	10.6x	11.0x
3. Quartil	10.0x	13.9x	14.0x	10.4x	10.7x	10.3x
Median	7.6x	9.0x	9.4x	8.2x	7.5x	7.7x
1. Quartil	6.4x	7.8x	6.8x	6.2x	6.5x	6.8x

Quelle: Refinitiv Eikon.



## 5.4 Transaction Multiples per 30. April 2023

Datum	Zielunternehmen	Käufer / Investor	Wert des Eigenkapitals (100%) in CHF Mio.	P/E-Multiples (grössenadjustiert)
26.07.2022	Pzena Investment Management Inc	Pzena Investment Management LLC	687	5.9x
01.04.2022	Manning & Napier Inc	Callodine Group LLC	232	9.0x
18.02.2020	Legg Mason Inc	Franklin Resources Inc	4'306	12.9x
04.09.2019	Miton Group PLC	Premier Asset Management Group PLC	113	12.8x
20.03.2018	Virgin Money Unit Trust Managers Ltd	Aberdeen Standard Investments Ltd	96	7.4x
13.03.2018	M&G PLC	Shareholders	6'933	4.8x
04.03.2017	Aberdeen Asset Management PLC	Standard Life PLC	5'353	16.9x
03.10.2016	Janus Capital Group Inc	Henderson Group PLC	2'523	11.7x
15.05.2015	DNCA Finance SA	Natixis Global Asset Management SA	786	8.8x
23.10.2014	Equitix Holdings Ltd	Tetragon Financial Group Ltd	269	11.4x
3. Quartil			3'860	12.5x
<b>Median</b>			<b>737</b>	<b>10.2x</b>
1. Quartil			242	7.7x

Quelle: Refinitiv Eikon.

## 5.5 Abkürzungsverzeichnis

Aktien	Namenaktien von GAM mit einem Nennwert von CHF 0.05
AuM	Assets under Management, verwaltete Vermögen
BP	Basispunkte
CAGR	Compound average growth rate, durchschnittliche jährliche Wachstumsrate
CHF	Schweizer Franken
Das Angebot	Freiwilliges Umtauschangebot von Liontrust für alle Namensaktien von GAM
DDM	Dividend-Discount-Modell
ESG	Environment, Social, Governance
EU	Europäische Union
EUR	Euro
FC	Forecast
GAM oder das Unternehmen	GAM Holding AG
GBP	Great British Pound
GJ	Geschäftsjahr
IFBC	IFBC AG

Julius Bär	Julius Bär Group AG
KPIs	Key Performance Indicators (Schlüsselkennzahlen)
Liontrust oder die Anbieterin	Liontrust Asset Management Plc
LTM	Last twelve months, letzte zwölf Monate
PAD	Potenziell ausschüttbare Dividenden
P/AuM-Multiple	Das Verhältnis zwischen Marktkapitalisierung und AuM
P/E-Multiple	Das Verhältnis zwischen Marktkapitalisierung und Reingewinn
SIX	SIX Swiss Exchange
SLI	Swiss Leader Index
Terminal Value, TV	Künftiger Wert der potenziell ausschüttbaren Dividenden nach dem GJ 2027, Endwert
Umtauschverhältnis	0,0589 Aktien von Liontrust im Austausch für eine Aktie von GAM
USA	Vereinigte Staaten von Amerika
USD	US-Dollar
VR	Verwaltungsrat
VWAP	Volume-weighted average price, Volumengewichteter Durchschnittskurs

